

Situación y perspectivas de la economía mundial al comienzo de 2017

Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales



16 de marzo de 2017

Durante 2016 el crecimiento global volvió a decepcionar a los analistas. Además, se produjeron tres eventos de largo alcance, que, sin embargo, no tuvieron un gran impacto inmediato.

A principios de año, los mercados financieros chinos experimentaron turbulencias, relacionadas con los retos que afrontan las autoridades chinas para implementar su programa de reformas estructurales.

En junio, el Reino Unido votó a favor de la salida de la Unión Europea, lo que supone la pérdida de un influyente socio en el proceso de construcción europeo.

Por último, en noviembre, el candidato republicano Donald Trump ganó las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Esto podría suponer un cambio en las políticas macroeconómicas y un freno al proceso de globalización. Estos eventos revelan un contexto económico global de gran incertidumbre futura.

Este artículo ha sido elaborado por la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Desde muchos puntos de vista, el año 2016 ha sido una continuación de los siete años posteriores a la crisis financiera global. Como se pone de manifiesto en la segunda sección de este artículo, el pasado año la economía global volvió a desacelerarse, el crecimiento mundial y el de las principales áreas se quedaron de nuevo por debajo de las perspectivas que había al comienzo del año y se siguieron acumulando algunos desequilibrios, aunque de forma moderada. Sin embargo, en otra perspectiva, el año 2016 probablemente haya marcado un cambio de gran calado en el devenir económico global.

En 2016 se produjeron tres eventos de largo y profundo alcance, que, en contra de lo que cabía haber esperado, tuvieron un escaso impacto económico en el corto plazo, debido, en parte, a la reacción de las autoridades. A principios de año, los mercados financieros chinos experimentaron nuevas turbulencias, que se transmitieron globalmente, en un contexto de dudas sobre la capacidad de las autoridades chinas para controlar el proceso de reformas orientadas a abrir financieramente la economía al exterior y cambiar su agotado patrón de crecimiento. En junio, los electores británicos votaron a favor de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), en lo que supone la pérdida de un importante e influyente socio en el proceso de construcción europea. Finalmente, en noviembre, las elecciones presidenciales de Estados Unidos llevaron al poder, contra pronóstico, al candidato republicano Donald Trump, defensor de algunas líneas de política económica que suponen una clara ruptura con aquellas que han gobernado el desarrollo económico mundial desde la segunda mitad del siglo XX. Estos resultados inesperados se han interpretado como la reacción de algunos sectores de las economías avanzadas frente a las consecuencias de tendencias seculares, como la globalización y el progreso tecnológico, que, si bien han estado detrás del desarrollo económico mundial de las últimas décadas, no han beneficiado a todos por igual. Desde otro punto de vista, los tres eventos mencionados son expresiones, de muy diferente naturaleza, de las fricciones que pueden generar los procesos de integración económica y financiera a nivel global.

La tercera sección del artículo revisa, precisamente, las implicaciones económicas de estos acontecimientos desde distintas ópticas. En primer lugar se analizan las repercusiones de una nueva combinación de políticas macroeconómicas de Estados Unidos, con una política fiscal más expansiva y una normalización más rápida de la política monetaria, tanto en términos de crecimiento como de desequilibrios, internos y externos. En un segundo apartado se repasan los aspectos positivos y negativos de una mayor integración económica global, tanto en el ámbito del comercio como en el de la inmigración y en el de los flujos financieros; la evidencia apunta a que los beneficios superan a los costes a nivel agregado, aunque puedan existir colectivos perjudicados. Por último, en el tercer apartado se repasan los importantes retos que afrontan las autoridades chinas para implementar el ambicioso programa de reformas estructurales que han diseñado, en un contexto de elevado endeudamiento y un entorno exterior menos favorable que en el pasado.

Los eventos de 2016 dejan al descubierto un contexto económico global de mayor incertidumbre para los próximos años, tal y como se detalla en la última sección. Algunos de los riesgos que figuraban prominentemente en los años pasados, como el riesgo de deflación, se alejan. Pero, mientras que el crecimiento global tiende a asentarse a corto plazo, el cambio en el contexto político que se está materializando en algunas economías desarrolladas abre nuevos interrogantes con consecuencias de más largo plazo.

En 2016, la economía mundial creció un 3,1 %, una décima menos que en 2015 (véase cuadro 1) y tres décimas menos de lo esperado a principios de año por el FMI. Ello se debió a la desaceleración de la actividad en las economías desarrolladas, cuyo crecimiento se redujo en casi medio punto porcentual (del 2,1 % al 1,7 %), cuando se esperaba una estabilización. En este resultado influyó el bache en el crecimiento durante los primeros trimestres del año, asociado, en principio, a factores transitorios. En cambio, algunos acontecimientos de carácter político, como el triunfo del sí en el referéndum sobre la salida de la UE, en el Reino Unido, y la victoria del candidato republicano, Donald Trump, en las elecciones presidenciales de Estados Unidos, en noviembre (véanse los dos primeros apartados de la sección «Factores condicionantes de las perspectivas económicas globales»), con potenciales repercusiones muy sustanciales a medio y largo plazo, tuvieron poco impacto inmediato en la actividad económica. Los mercados financieros también mostraron una notable resistencia ante estos acontecimientos, como ya sucedió en la reacción a las turbulencias de principios de año, asociadas con las correcciones en las bolsas de China y la depreciación de su moneda. La rápida reacción de las autoridades económicas, que tomaron medidas para facilitar el funcionamiento adecuado de los mercados y modularon el tono de sus políticas monetarias para tener en cuenta los riesgos sobrevenidos, contribuyó sin duda a suavizar el impacto de corto plazo. En cualquier caso, el tono de las políticas económicas en los países desarrollados siguió siendo expansivo. Las economías emergentes, por su parte, mostraron un ritmo de avance similar al de 2015 (4,2 %, cuando se esperaba un 4,3 %), de modo que su diferencial de crecimiento con las avanzadas se amplió tras algunos años de reducción (véase gráfico 1).

En cuanto a los precios (véase gráfico 1), la inflación en las economías avanzadas fue repuntando muy gradualmente a lo largo del año, conforme se fue disipando el efecto de la caída de los precios del petróleo de 2014-2015, alcanzando el 0,7 % en el promedio del año, cuatro décimas más que el registro de 2015. Por su parte, la inflación de las economías emergentes se redujo en cinco décimas, hasta el 4,2 %, promedio que enmascara fuertes diferencias entre países y regiones. Los precios de las materias primas cambiaron de tendencia en 2016 (véase gráfico 2), experimentando un aumento del 13 %, que vino liderado por el petróleo (55 %). Los precios de los metales también aumentaron significativamente (21 %), mientras que los precios de los alimentos mostraron una mayor estabilidad. El precio del crudo repuntó hasta situarse en una banda de 40-50 dólares, después de tocar mínimos de diez años al comienzo del año. En diciembre, la firma de un acuerdo entre los miembros de la OPEP, ampliado a otros países productores, para recortar la producción provocó un nuevo aumento del precio del barril, hasta el entorno de los 55 dólares.

El comercio mundial se desaceleró en el conjunto del año, al avanzar tan solo un 1,9 %, ocho décimas menos que en 2015, si bien repuntó tímidamente en el tramo final. A pesar de ello, en conjunto, su elasticidad aparente con respecto al PIB mundial volvió a disminuir. Detrás de esta reducción hay distintas causas, hasta el momento vinculadas fundamentalmente a la naturaleza de la recuperación económica —debilidad de los componentes de la demanda más intensivos en importaciones, cambios en la composición geográfica del comercio, el retroceso de las cadenas de valor global o unas condiciones financieras más estrictas— y no tanto a un mayor proteccionismo, pero este podría alcanzar mayor importancia en el futuro, lo que afectaría negativamente a la asignación global de recursos (véase segundo apartado de la sección «Factores condicionantes de las perspectivas económicas globales»). En 2016, los desequilibrios por cuenta corriente se redujeron ligeramente (véase gráfico 3), en un contexto de menores superávits en China y en algunos países europeos, y de déficits en los países exportadores de petróleo. En cambio, los desequilibrios medidos a través de la posición de inversión internacional neta —es decir, en términos de *stocks*— continuaron aumentando, debido, entre otros factores, a los efectos valoración y cambiarios.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

CUADRO 1

	2013	2014	2015	2016	2015				2016			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Estados Unidos												
Producto interior bruto	1,7	2,4	2,6	1,6	3,3	3,0	2,2	1,9	1,6	1,3	1,7	1,9
Índice de precios de consumo (b)	1,5	1,6	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,8
Balanza por cuenta corriente	-2,2	-2,3	-2,6	—	-2,6	-2,5	-2,7	-2,5	-2,9	-2,6	-2,4	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-5,0	-4,5	-4,1	—	-3,9	-4,3	-4,5	-3,6	-4,6	-4,6	-4,5	—
Deuda pública bruta (c)	125,4	125,0	127,4	—	125,5	124,8	126,2	127,4	128,9	128,1	127,8	—
Tasa de paro	6,7	5,6	5,0	4,7	5,4	5,3	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,7
Zona del euro												
Producto interior bruto	-0,2	1,2	1,9	1,7	1,8	2,0	1,9	2,0	1,7	1,6	1,8	1,7
Índice de precios de consumo (b)	1,4	0,4	0,0	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7
Balanza por cuenta corriente	2,3	2,5	3,2	3,6	2,2	2,7	3,8	4,1	2,4	3,5	3,7	4,8
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,1	-2,7	-2,2	—								
Deuda pública bruta	93,3	94,3	92,5	91,7								
Tasa de paro	11,9	11,3	10,4	9,6	11,2	11,0	10,6	10,4	10,2	10,1	9,9	9,6
Reino Unido												
Producto interior bruto	1,9	3,1	2,2	1,8	2,9	2,4	1,9	1,7	1,6	1,7	2,0	2,0
Índice de precios de consumo (b)	2,6	1,5	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,7	1,2
Balanza por cuenta corriente	-4,4	-4,7	-4,3	—	-4,6	-3,6	-3,4	-5,5	-5,0	-4,6	-5,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-5,6	-5,7	-4,4	-3,1	-5,1	-4,8	-4,6	-4,3	-4,0	-3,7	-3,5	-3,0
Deuda pública bruta	95,1	92,4	102,0	102,9	87,2	88,6	88,1	89,0	87,6	89,0	88,2	89,2
Tasa de paro	7,2	5,7	5,1	4,8	5,6	5,6	5,3	5,1	5,1	4,9	4,8	4,8
Japón												
Producto interior bruto	2,0	0,3	1,2	1,0	-0,1	1,8	2,1	1,1	0,4	0,9	1,1	1,6
Índice de precios de consumo (b)	0,3	2,8	0,8	-0,1	2,3	0,5	0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,3
Balanza por cuenta corriente	0,9	0,8	3,1	3,8	1,7	2,2	2,7	3,1	3,3	3,5	3,7	3,7
Saldo de las Administraciones Públicas	-7,9	-4,2	-3,3	—	-4,7	-3,9	-3,6	-3,3	-2,9	-2,7	-2,3	—
Deuda pública bruta	221,5	227,7	229,9	233,7	228,3	229,0	229,3	229,9	230,9	231,8	232,8	233,7
Tasa de paro	3,7	3,4	3,3	3,1	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1
China												
Producto interior bruto	7,8	7,3	6,9	6,7	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8
Índice de precios de consumo (b)	2,6	2,0	1,4	2,0	1,2	1,4	1,7	1,5	2,1	2,1	1,7	2,2
Balanza por cuenta corriente	1,5	2,7	3,0	1,9	3,3	3,2	3,0	3,0	2,6	2,4	2,4	1,9
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-1,9	-2,2	-3,0	-3,4	-3,7	-4,1	-4,4	-3,8
Deuda pública bruta	36,9	39,8	42,9	46,3								
Asia emergente (excluido China) (d)												
Producto interior bruto	5,3	5,4	5,6	5,6	5,0	5,8	6,2	5,5	6,1	5,6	5,3	5,3
Índice de precios de consumo (b)	7,2	5,2	3,8	3,4	4,1	4,0	3,4	3,8	3,7	3,8	3,4	2,9
Balanza por cuenta corriente	-0,4	0,6	1,3	—	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,2	-2,6	-2,3	—	-2,3	-2,3	-2,1	-2,3	-2,7	-2,8	-2,6	—
Deuda pública bruta	51,7	52,1	53,5	53,6								
América Latina (e)												
Producto interior bruto	2,8	1,2	0,1	-0,7	0,6	0,5	0,0	-0,6	-0,9	-0,6	-0,5	—
Índice de precios de consumo (b)	4,5	4,9	5,9	6,0	5,3	5,7	6,1	6,5	6,8	6,2	6,0	5,2
Balanza por cuenta corriente	-2,9	-3,2	-3,4	—	-3,3	-3,3	-3,6	-3,4	-3,2	-2,8	-2,5	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-0,9	-1,9	-3,8	—	-1,4	-4,8	-5,1	-5,6	-5,4	-5,1	-5,1	—
Deuda pública bruta	50,0	51,9	57,1	58,6								

	2013	2014	2015	2016	2015				2016			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Europa del Este (f)												
Producto interior bruto	1,4	3,0	3,8	3,1	3,9	3,5	3,7	4,2	3,0	3,6	2,7	2,9
Índice de precios de consumo (b)	1,5	0,3	-0,4	-0,2	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,2	0,5
Balanza por cuenta corriente	-1,1	-0,6	0,4	—	0,0	0,4	0,4	0,3	0,0	0,3	0,5	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,9	-2,8	-1,8	—								
Deuda pública bruta	52,4	50,5	50,3	50,9								
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (g)												
Global	3,3	3,4	3,2	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	—
Economías avanzadas	1,2	1,9	2,1	1,7	2,4	2,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,7	—
Economías emergentes	5,0	4,6	4,1	4,2	4,5	4,6	4,6	4,4	4,7	4,6	4,4	—
Pro memoria: inflación (a) (g)												
Global	3,7	3,2	2,8	2,8	2,5	2,6	2,7	2,9	2,3	2,1	2,1	—
Economías avanzadas	1,4	1,4	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,4	0,6	0,5	0,7	1,2
Economías emergentes	5,5	4,7	4,7	4,2	4,6	4,8	5,0	5,3	3,8	3,6	3,4	—

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, Eurostat y estadísticas nacionales.

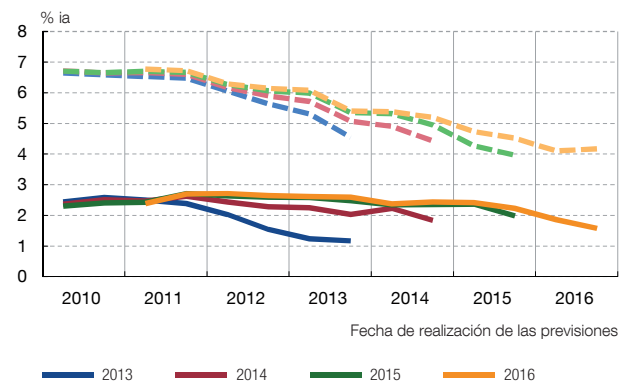
- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del Gobierno federal y los Gobiernos estatales y locales incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para los agregados del PIB, de la balanza por cuenta corriente, y del saldo de las Administraciones Públicas. El PIB de 2016 es la previsión del FMI.
- f Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria y Croacia.
- g Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional disponibles públicamente a la fecha de cierre de este informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes) que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en paridad del poder adquisitivo. Todas las economías a las que se hace referencia en las notas d), e) y f) están incluidas en la muestra.

DESARROLLOS ECONÓMICOS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

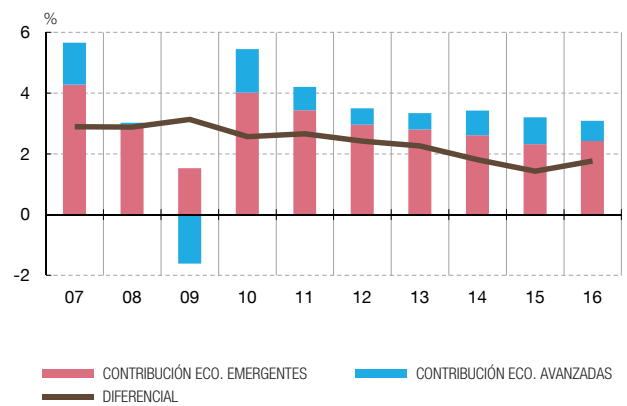
Como se señaló anteriormente, el crecimiento de las economías avanzadas en 2016 quedó por debajo de lo esperado (véase gráfico 4). El gasto de los hogares, apoyado en la mejora de los mercados laborales y en los bajos precios de la energía, fue el principal soporte del crecimiento, mientras que la inversión se mantuvo débil. Por países, los Estados Unidos registraron la mayor desaceleración, al crecer un 1,6 %, un punto menos que el año previo, resultado de la debilidad experimentada en el primer semestre del año, cuando la inversión mostró una gran atonía. En el Reino Unido, la actividad se desaceleró cuatro décimas, hasta el 1,8 %, pero la nota más destacada fue la resistencia que mostró tras el referéndum de salida de la UE (véase recuadro 1). En el área del euro, el crecimiento se redujo del 1,9 % al 1,7 %, y en Japón, del 1,2 % al 1 %, por la atonía de la demanda interna.

La inflación de estos países (véase gráfico 4) repuntó gradualmente en la segunda mitad del año, sobre todo por el componente energético, aunque se observó cierta heterogeneidad entre países: en Estados Unidos, la tasa interanual se situó en diciembre en el 2,1 %; en el Reino Unido, en el 1,6 %; en el área del euro, en el 1,1 %, y en Japón, tan solo en el 0,3 %. Las tasas de inflación subyacente se incrementaron menos, quedando alejadas de los objetivos de los bancos centrales, salvo en Estados Unidos. Esta evolución de los precios se produjo en un contexto de progresivo cierre de las brechas de producción, aunque todavía presentan valores negativos, y de un tímido repunte de los salarios. En Estados Unidos y el Reino Unido, los costes laborales unitarios se incrementaron por el menor avance de la productividad del trabajo, pero fueron compensados por una compresión de los márgenes empresariales. Las medidas de expectativas de inflación de medio y largo plazo obtenidas a partir de variables de mercado mostraron un repunte durante la

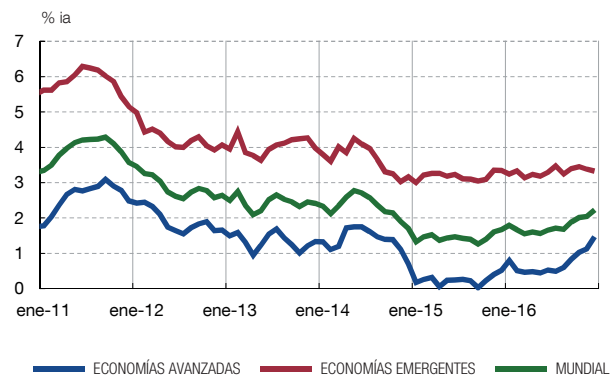
1 PREVISIONES CRECIMIENTO PIB (a)



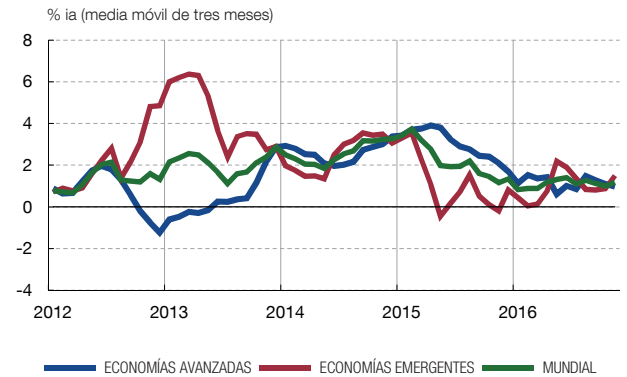
2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL DE ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES Y DIFERENCIAL



3 IPC GENERAL



4 VOLUMEN DE COMERCIO DE BIENES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream.

- a Líneas continuas: economías avanzadas. Líneas discontinuas: economías emergentes.
b Media de las exportaciones e importaciones.

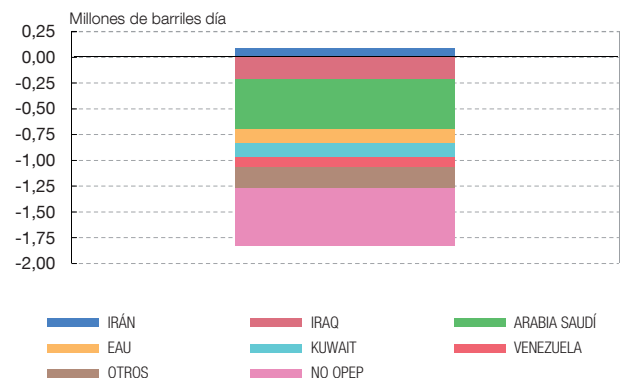
PETRÓLEO Y MATERIAS PRIMAS

GRÁFICO 2

1 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

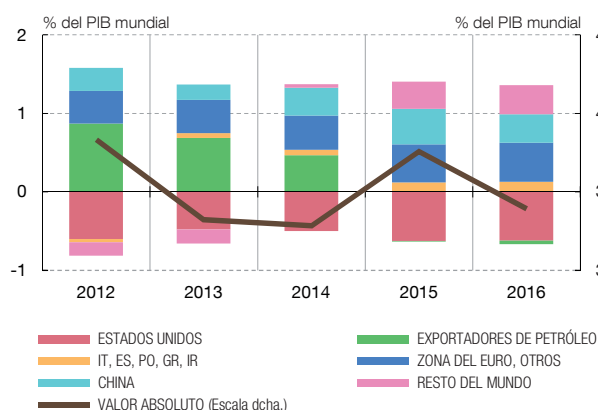


2 RECORTES DE PRODUCCIÓN DE LA OPEP

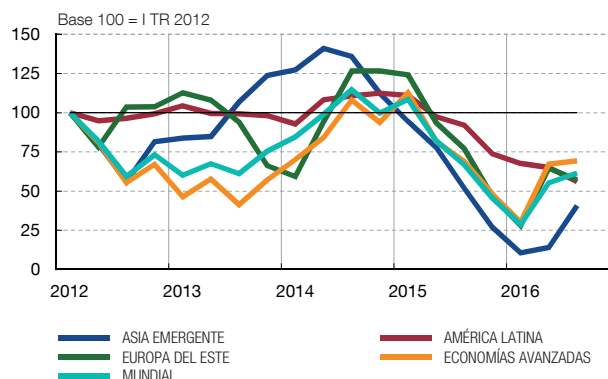


FUENTES: Datastream y OPEP.

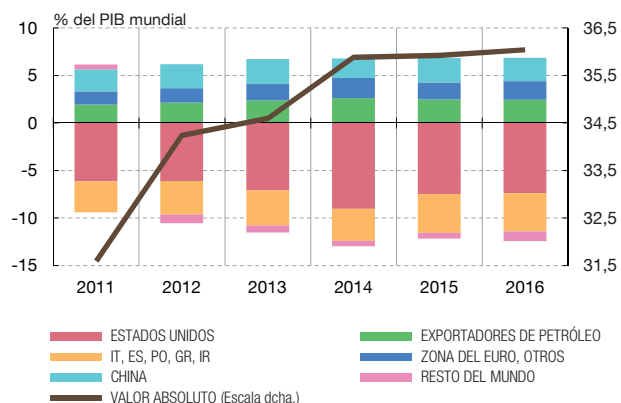
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



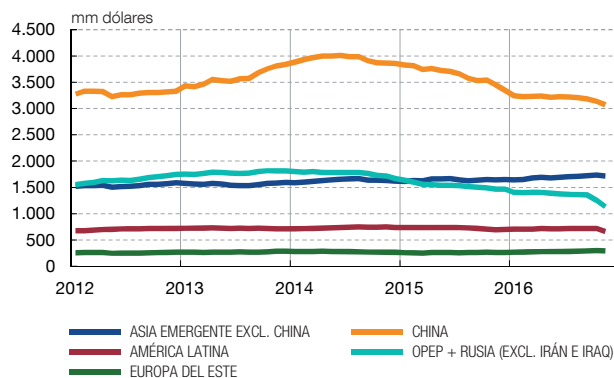
2 FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (a)



3 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR ÁREAS



4 RESERVAS INTERNACIONALES (a)



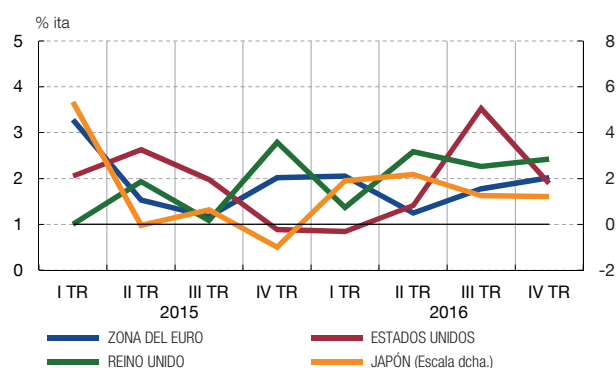
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, estadísticas nacionales, EPFR Global, Bloomberg y Datastream Thomsom Reuters.

a Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 1.

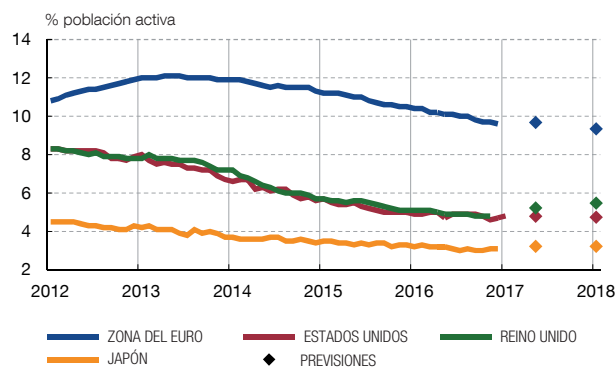
segunda mitad del año, que se acentuó tras los resultados de las elecciones americanas, señalando una caída en el riesgo de deflación.

En este contexto, el tono de las políticas monetarias siguió siendo muy expansivo (véase gráfico 5). En Estados Unidos, los malos datos de crecimiento y la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en la primera parte del año, llevaron a la Reserva Federal a retrasar la decisión de subir el tipo de los fondos federales; de hecho, solo se produjo una subida —de 25 puntos básicos, al 0,50 %-0,75 %— en el mes de diciembre, cuando a principios de 2016 los miembros del FOMC proyectaban cuatro subidas en el año. El FOMC proyecta ahora tres subidas durante 2017, un ritmo de subida que los mercados también consideran factible. En el Reino Unido, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial en el 0,25 % tras la celebración del referéndum, a finales de junio, y anunció un paquete de medidas adicionales, que incluyó una facilidad de financiación a plazo y compras de activos públicos y privados. En esa misma línea, el Comité de Política Financiera revirtió en julio el incremento en el colchón de capital contracíclico, del 0,5 % al 0 %, que había programado con anterioridad y que no llegó a hacerse efectivo. En el área del euro, el BCE adoptó durante el año distintas medidas para elevar la inflación hacia el objetivo. Entre ellas, en marzo decidió reducir el tipo oficial al 0 % y el de la facilidad de depósito al -0,40 %, y amplió el volumen mensual de compras

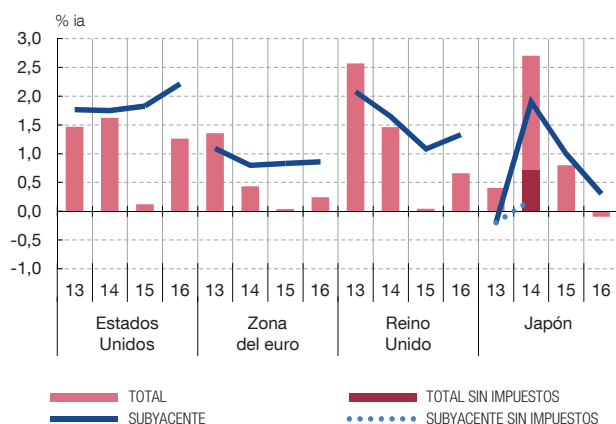
1 PIB TRIMESTRAL



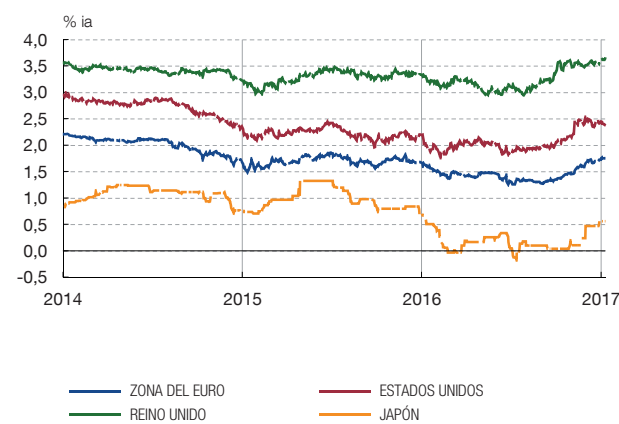
2 TASA DE PARO



3 PRECIOS DE CONSUMO



4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (5y-5y)

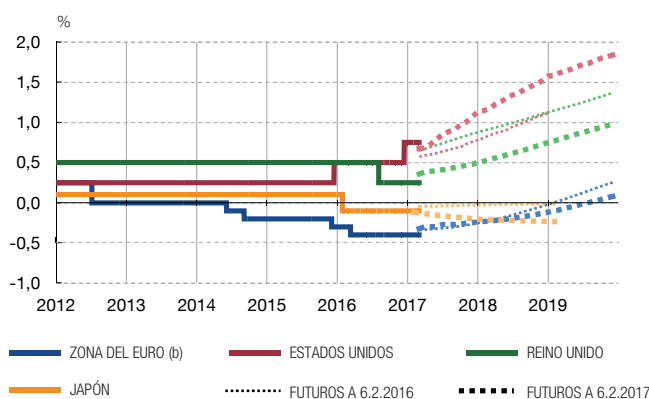


FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, Barclays Live y Datastream-Thomson Reuters.

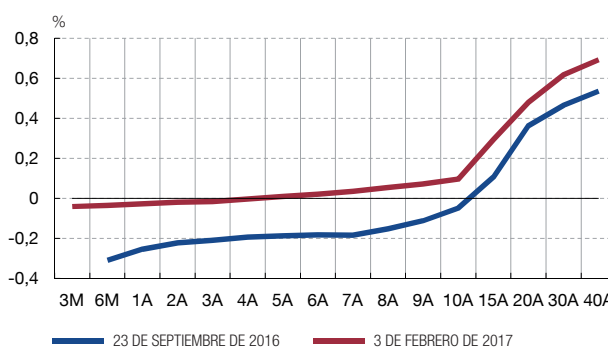
de activos públicos y privados; en diciembre, extendió ese programa nueve meses más, hasta diciembre de 2017, si bien reduciendo el ritmo mensual de compras. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo su política de expansión cuantitativa y cualitativa, a la que añadió tipos de depósito negativos para una parte de las reservas bancarias, en febrero. En septiembre, modificó su estrategia para pasar a controlar la curva de rendimientos a largo plazo, modulando sus compras de activos para situar el tipo a diez años alrededor del 0%; a ello añadió el compromiso de situar la inflación por encima del objetivo del 2% de forma sostenida. En otras economías avanzadas, los bancos centrales de Suecia, Australia, Noruega y Nueva Zelanda redujeron los tipos de interés oficiales y, en algunos casos, los mantuvieron en terreno negativo, como en Suecia, Dinamarca o Suiza.

En estas circunstancias, la evolución de los indicadores financieros en las economías avanzadas fue compatible, en general, con un entorno de apetito por el riesgo, una compresión de las primas de riesgo y una tendencia alcista, más o menos marcada, de los índices bursátiles, así como con una reducción de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo (véase gráfico 6). En los mercados cambiarios se observaron oscilaciones y, a raíz del referéndum británico, una depreciación generalizada de la libra y un repunte de la volatilidad cambiaria. Tras el resultado de las elecciones de Estados Unidos, el tono de los mercados cambió, al incorporar los inversores en sus expectativas los efectos del impulso fiscal y la desregulación anunciados por la nueva Administración.

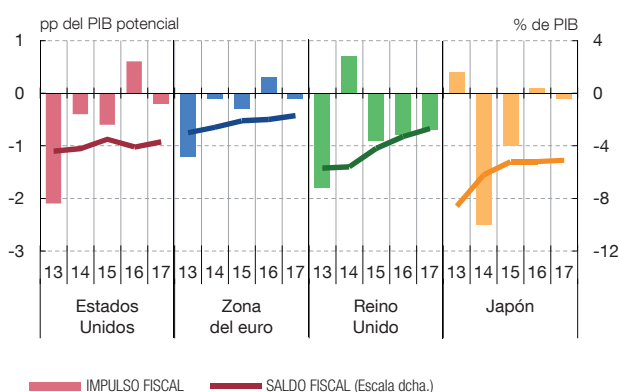
1 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS



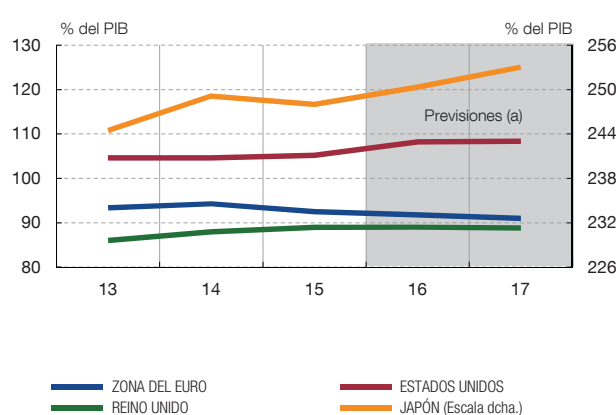
2 CURVA DE RENDIMIENTOS DEL BONO JAPONÉS



3 SALDO E IMPULSO FISCAL (2013-2017)



4 DEUDA PÚBLICA



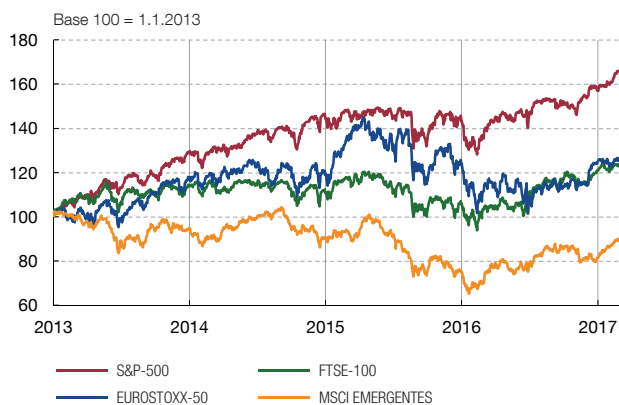
FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Datastream-Thomson Reuters y Fondo Monetario Internacional.

- a Las previsiones para Japón comienzan en 2015.
b Tipo de depósito.

Esto produjo un aumento en los tipos de interés a largo plazo —más intenso en Estados Unidos—, una apreciación del dólar frente a la mayor parte de las monedas, una fuerte revalorización en los mercados bursátiles y una reducción adicional de los diferenciales de riesgo de crédito. Como ya se ha señalado, e igual que en el caso del referéndum británico, el resultado de las elecciones de Estados Unidos apenas provocó leves indicios de aversión al riesgo o huida hacia la calidad, a pesar de introducir incertidumbres políticas sustanciales en el medio plazo. Las condiciones financieras continuaron siendo muy holgadas, pues el aumento en los tipos de interés a largo plazo se vio, en parte, compensado por una reducción de las primas de riesgo de crédito y por las revalorizaciones bursátiles. En este contexto, la financiación al sector privado aumentó en la mayoría de los países del área, tanto la canalizada a través de los mercados de capitales como la intermediada a través de las entidades de crédito.

Las políticas fiscales de las economías avanzadas se volvieron ligeramente expansivas durante 2016, tras seis años consecutivos de ajuste. Este cambio de orientación se vio facilitado por las buenas condiciones de financiación del sector público. No obstante, se mantuvo una cierta heterogeneidad: el impulso fue positivo en Estados Unidos, el área del euro y Japón, pero todavía fue negativo en el Reino Unido. De esta forma, el déficit público promedio se incrementó en dos décimas, hasta el 3 % del PIB, y la ratio de deuda pública aumentó en tres puntos, hasta el 108,6 % del PIB (véase gráfico 5).

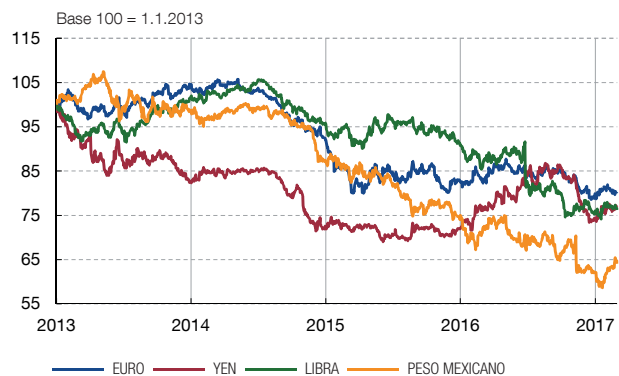
1 ÍNDICES BURSÁTILES



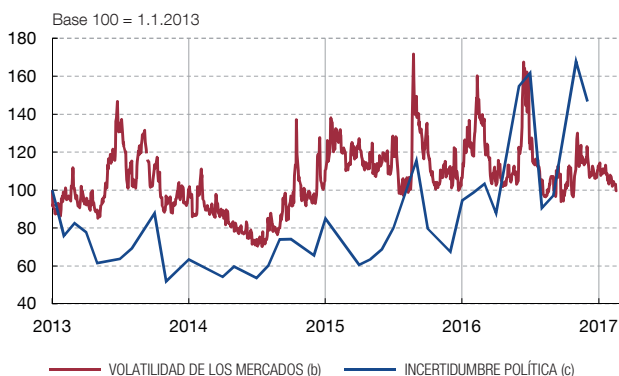
2 TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



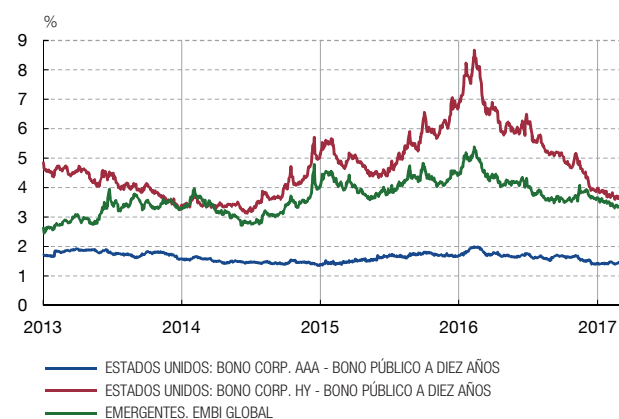
3 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



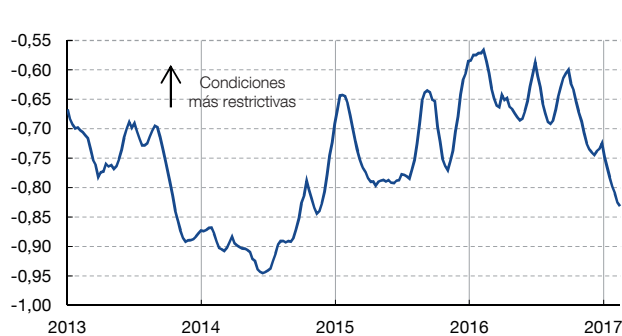
4 VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS E INCERTIDUMBRE POLÍTICA



5 ESTADOS UNIDOS Y ECONOMÍAS EMERGENTES: SPREADS DE BONOS CORPORATIVOS Y EMBI



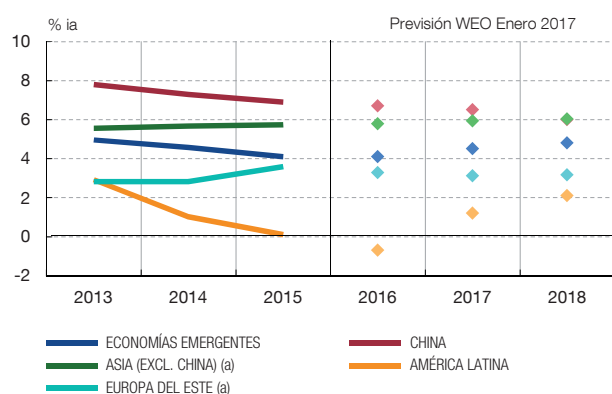
6 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS FRB DE CHICAGO (NFCI)



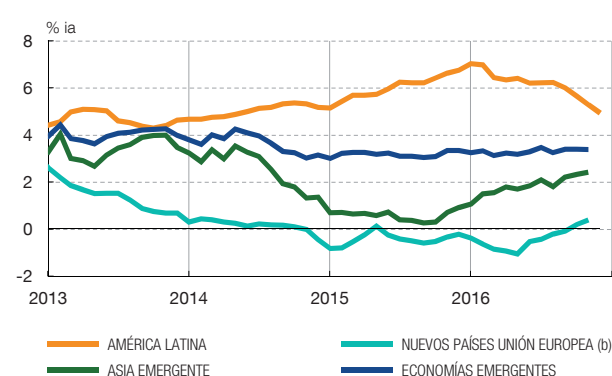
FUENTES: Datastream, Economic Policy Uncertainty y Federal Reserve Bank (FRB) de Chicago.

- a Un aumento (disminución) significa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al dólar.
b Volatilidad media de los mercados de bonos (MOVE), bursátil (VIX) y de los tipos de cambio frente al dólar del euro, el yen y la libra.
c Índice de Incertidumbre Política Global (*Global EPU Index*).

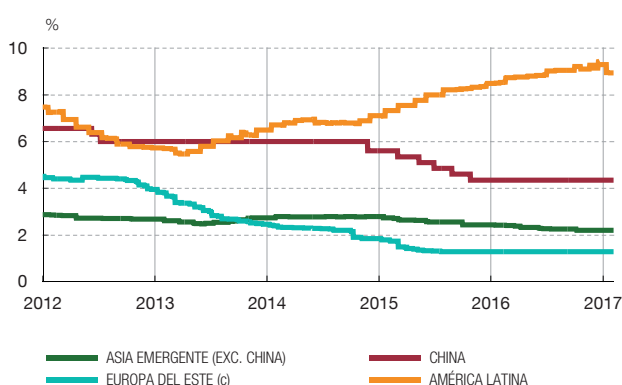
1 TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL



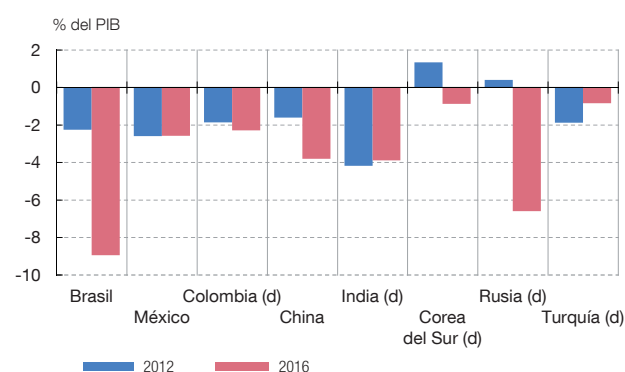
2 TASA DE INFLACIÓN



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 SALDOS FISCALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters, Bloomberg y estadísticas nacionales.

a Previsiones del WEO de octubre de 2016.

b Agregado de Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía.

c Agregado de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.

d Datos hasta el tercer trimestre de 2016.

EL COMPORTAMIENTO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Tras cinco años consecutivos de descenso, el ritmo de crecimiento de las economías emergentes se estabilizó en 2016, situándose en el 4,2 % (véase cuadro 1 y gráfico 7), dos décimas por debajo de lo proyectado a principios de año. Sin embargo, se siguió observando una marcada heterogeneidad entre regiones, debido a la distinta sensibilidad de cada una a los desarrollos que caracterizaron el entorno global: la atonía del comercio internacional, la recuperación del precio de las materias primas y el mantenimiento de unas condiciones financieras benignas, con un cierto endurecimiento en la parte final del año. De hecho, el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes fue favorable, similar al de las avanzadas, si bien los episodios de inestabilidad a lo largo del año afectaron de modo más intenso —aunque transitorio— sobre todo a los países más dependientes de la financiación exterior. En paralelo, se apreció una reducción en las divergencias en las tasas de inflación, que se elevaron desde niveles muy bajos en las economías importadoras de materias primas —entre ellas las de Asia Emergente—, mientras que se redujeron en las exportadoras de estos productos —destacando las de América Latina—, al dejar de depreciarse sus monedas.

La economía china continuó transitando por una senda de desaceleración, registrando un crecimiento del 6,7 % en 2016, algo mayor de lo anticipado a comienzos de año. El proceso de reequilibrio de la economía continuó, aunque el impulso dado por las autoridades a la inversión pública, para sostener el crecimiento en la segunda mitad del año, limitó su

alcance (véase el tercer apartado de la sección «Factores condicionantes de las perspectivas económicas globales»). Además, el ritmo de crecimiento del crédito fue similar al registrado en 2015, tras la moderación que se apreció en el bienio 2013-2014, y el precio de la vivienda en las principales ciudades alcanzó nuevos máximos; ello obligó a la introducción de medidas administrativas restrictivas por parte de las autoridades locales, que están siendo efectivas hasta la fecha. En el ámbito de los precios de los bienes y servicios, destaca la vuelta de los precios de producción a tasas de variación interanual positivas, impulsados por el encarecimiento de los productos energéticos, la reducción de capacidad en los sectores de bienes intermedios y unas condiciones de financiación más estrictas para las empresas más endeudadas en esos sectores. No obstante, el crecimiento de los precios de consumo se mantuvo por debajo del objetivo del banco central (3 %).

A lo largo del año se produjeron, con intensidad variable, salidas de capitales de China y caídas de las reservas de divisas (que se han reducido en un 25 %, desde el máximo alcanzado a mediados de 2014, hasta quedar por debajo de los 3 billones de dólares), en un contexto de expectativas de depreciación del renminbi. Las autoridades chinas reaccionaron con medidas administrativas para frenar las salidas de capitales, apuntando a una posible ralentización del proceso de apertura de la cuenta de capital. Todo ello, en un año en el que el renminbi se incorporó a la cesta de los DEG; un hecho buscado con tesón por las autoridades, como rúbrica de sus reformas liberalizadoras de la cuenta de capital.

En el resto de Asia emergente, el crecimiento fue ligeramente inferior al de 2015. La inflación se elevó sensiblemente a lo largo del año como consecuencia de la recuperación de los precios de la energía, pero permaneció en niveles reducidos, lo que ha proporcionado margen para relajar en algún caso el tono de la política monetaria (véase gráfico 7).

En América Latina el PIB se contrajo en 2016 (alrededor del -0,7 %), acumulando seis años de desaceleración de la actividad. De hecho, cuatro economías de la región estuvieron en recesión —Brasil (-3,6 %), Argentina y Ecuador (con una caída previsiblemente superior al 2 %) y Venezuela (donde el dato de PIB de 2016 no está disponible, pero donde la caída superará muy probablemente los dos dígitos)—. En Brasil, el ajuste impulsado por el nuevo Gobierno, nombrado en mayo de 2016 en medio de una grave crisis fiscal e institucional, está siendo lento, al igual que en Argentina, donde el repunte de la actividad asociado al cambio de marco de política económica introducido por el nuevo Gobierno, a finales de 2015, se está retrasando más de lo previsto. Por su parte, el crecimiento en México se situó en torno al 2 %, por debajo de lo anticipado, afectado por el débil crecimiento de Estados Unidos en la primera mitad del año. La inflación comenzó 2016 en niveles elevados, como consecuencia del impacto retrasado de las depreciaciones y de la elevación de los precios de algunos alimentos. Desde entonces ha mantenido una tendencia descendente, a medida que se disipaba el impacto de las depreciaciones y en línea con la debilidad de la actividad, hasta situarse en diciembre por debajo del 5 % en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación, dos puntos menos que al comienzo del ejercicio. En este contexto, en el último trimestre de 2016 y en la parte transcurrida de 2017, los bancos centrales de Brasil, Colombia y Chile redujeron sus tipos de interés oficiales. México ha sido la excepción a estas tendencias. El Banco de México inició en julio un ciclo de endurecimiento de la política monetaria en respuesta a la intensa depreciación del peso mexicano y al deterioro de las perspectivas económicas, que en la parte final del año se intensificaron por el cambio en el rumbo de las políticas comerciales y migratorias anunciado por la nueva Administración de Estados Unidos. En el ámbito de la política fiscal, los reducidos precios de las materias primas y la debilidad de la actividad continuaron ejerciendo una elevada presión sobre las finanzas públicas en el conjunto de la región.

Factores condicionantes de las perspectivas económicas globales

EL CAMBIO DE ORIENTACIÓN
DE LAS POLÍTICAS
MACROECONÓMICAS
EN ESTADOS UNIDOS

En las economías de Europa del Este el crecimiento experimentó una cierta reducción, si bien la notable resistencia del consumo y el aumento de la aportación del sector exterior permitieron que el crecimiento se mantuviese cerca del 3 %. La inflación retornó a terreno positivo, a medida que se fue disipando el impacto de las bajadas del precio del petróleo. Por su parte, tras la profunda recesión experimentada desde finales de 2014, la economía rusa comenzó a crecer, favorecida por la recuperación del precio del petróleo. Finalmente, tras el fallido intento de golpe de Estado ocurrido en julio, la reacción de las autoridades y el aumento de la amenaza terrorista, la economía turca afronta una situación delicada. A pesar de la severa ralentización de la actividad, dada la elevada dependencia de Turquía de la financiación exterior, el banco central tuvo que elevar su tipo de intervención, en noviembre, para sostener la divisa, mejorar la situación de los mercados financieros y sostener las entradas de capitales. El margen disponible de política económica es escaso.

La recuperación de la economía estadounidense tras la crisis financiera global se ha prolongado durante un periodo de casi seis años¹. No obstante, las tasas de crecimiento alcanzadas están siendo bajas en comparación con otras recuperaciones, y existe un consenso en que el crecimiento potencial se ha reducido, lastrado por el modesto avance de la productividad y el progresivo envejecimiento de la población. Los bajos niveles de los tipos de interés, nominales y reales, que permanecen en mínimos históricos, no han sido suficientes para estimular la demanda, lo que ha suscitado la posibilidad de que la economía se encuentre en una situación de estancamiento secular, en la que un estímulo fiscal —en forma de mayor inversión en infraestructuras, por ejemplo— sería una política más efectiva para elevar el crecimiento que una política monetaria ultraexpansiva. Otro elemento que caracteriza la situación económica de Estados Unidos es el aumento de la desigualdad, relacionado, entre otros aspectos, con una pérdida de empleos de cualificación intermedia en sectores manufactureros, debido tanto al progreso tecnológico como, en menor medida, a la globalización.

En este complejo panorama se produjo la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos, en noviembre pasado. Las políticas anunciadas por el nuevo presidente apuntan a un cambio en la combinación de políticas macroeconómicas que ha prevalecido hasta ahora, con un estímulo fiscal importante a corto plazo, al que se uniría una normalización más rápida del tono de la política monetaria (los miembros del FOMC proyectan ahora tres subidas de 25 pb del tipo de interés oficial durante 2017). El paquete fiscal es ambicioso, e incluye: i) una reforma radical del impuesto de sociedades, con una rebaja drástica del tipo legal, del 35 % al 15 %, la desgravación del 100 % de los gastos de inversión en el año en que se realiza, el fin de la deducción por gastos de intereses, la eliminación de exenciones fiscales e incentivos a la repatriación de beneficios; ii) una rebaja del impuesto sobre la renta, sobre todo para las rentas más altas; iii) un plan de infraestructuras, sin concretar, aunque posiblemente con elementos de financiación pública e incentivos para la financiación privada, y iv) un aumento del presupuesto de defensa, acompañado de recortes compensadores de otras partidas de gasto.

Este impulso fiscal tendría un efecto dinamizador de la demanda a corto plazo, cuya magnitud dependería de su tamaño y composición, así como de la reacción de la política monetaria ante el aumento de la actividad y la inflación. Además, algunas de las

¹ La brecha de producción, aun negativa, está cerca de cerrarse; la tasa de paro se ha situado en niveles compatibles con el pleno empleo y la inflación va convergiendo, aunque a un ritmo lento, hacia el objetivo de la Reserva Federal del 2 %.

medidas propuestas (en particular, el mayor gasto en infraestructuras y algunos aspectos de la reforma del impuesto de sociedades) podrían elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía y, en consecuencia, los tipos de interés reales de equilibrio, proporcionando un mayor margen de maniobra a la política monetaria. Por el contrario, una reducción del impuesto sobre la renta como la propuesta y otras medidas anunciadas, como la revocación de la reforma sanitaria del anterior presidente (*Affordable Care Act*), elevarían la desigualdad, uno de los factores que explican la escasez de la demanda en la economía. En cualquier caso, en una situación caracterizada por un déficit público cercano al 5 % del PIB y una deuda pública por encima del 100 %, estas medidas fiscales ponen en riesgo la sostenibilidad fiscal², y eventualmente podrían provocar una normalización más rápida de la prima por plazo, actualmente por debajo de su media histórica.

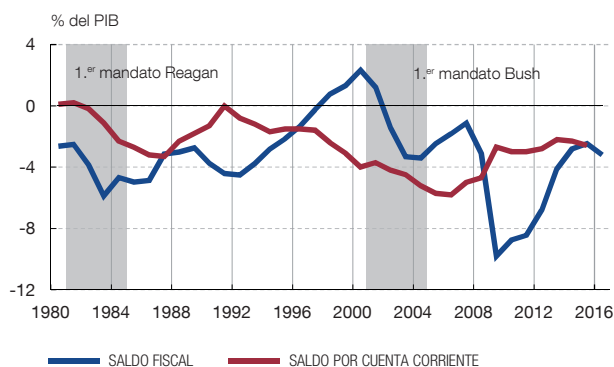
La economía de Estados Unidos ha afrontado en el pasado situaciones de cambio en las políticas macroeconómicas parecidas a la que ahora puede producirse. Dos ejemplos relativamente cercanos fueron los recortes impositivos que tuvieron lugar durante los Gobiernos de Ronald Reagan, a principios de los años ochenta³, y de George W. Bush, en el comienzo de la década iniciada en 2000⁴. Estos episodios no son estrictamente comparables, ni entre sí ni con la situación actual, entre otros aspectos por la distinta situación cíclica de la economía (*output gap* negativo al empezar el mandato de Reagan y positivo con Bush) y por los menores niveles de deuda pública (en torno al 30 % del PIB a principio de los años ochenta y alrededor del 55 % en la década de 2000), pero permiten ilustrar cómo los efectos de un impulso fiscal dependen del contexto económico en el que se producen. Así, las diferencias más reseñables entre ambos episodios se debieron, fundamentalmente, a los distintos niveles de inflación de partida y a la respuesta de la política monetaria. En la era de Reagan se partía de una situación de estanflación, con tasas de inflación que llegaron al 15 %, lo que llevó a la Reserva Federal a aplicar una política monetaria muy restrictiva. Esto generó una crisis en 1982, de la que Estados Unidos se recuperó en los años siguientes, gracias al impulso fiscal y a un descenso gradual de los tipos de interés, a medida que se reducía la inflación. Por el contrario, en 2001-2003 la tasa de inflación en Estados Unidos era mucho más reducida, de forma que la Reserva Federal pudo reducir los tipos oficiales en 2003 y, aunque el crecimiento bajó en el primer año, hubo una recuperación gradual en los años posteriores. En ambos períodos la ampliación del déficit público vino acompañada de un incremento del déficit por cuenta corriente (déficits gemelos; véase gráfico 8), pero la evolución del tipo de cambio del dólar fue muy diferente. Mientras que en los años 1980-1985 se produjo una fortísima apreciación (que llevó a los acuerdos del Plaza), en los años 2002-2005 el dólar se depreció en términos efectivos nominales. Esto fue clave para que los flujos de capitales a las economías emergentes mostraran un comportamiento muy dispar. Los elevados tipos de interés y la fuerte apreciación del dólar contribuyeron a la notable desaceleración de los flujos de capitales a emergentes desde mediados de los años ochenta, así como a un aumento de las crisis financieras en estas economías. En cambio, las condiciones financieras fueron mucho más favorables para los flujos de capital a estos países en la década de 2000.

2 No se debe olvidar que, además, a medio plazo se proyecta un aumento del gasto asociado al envejecimiento de la población en los programas federales muy importante.

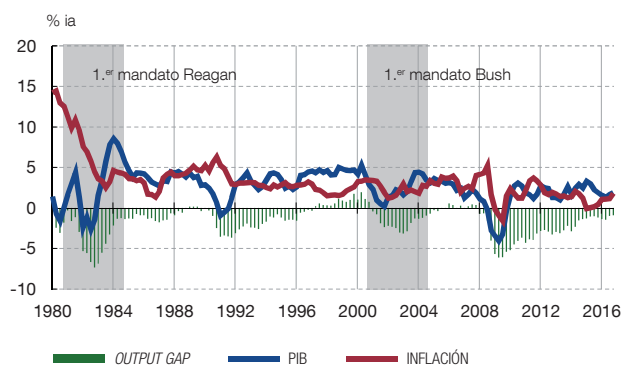
3 El programa fiscal de Reagan se centró en reducir los tipos del impuesto sobre la renta, en especial los máximos, y en promover rebajas en el impuesto de sociedades y en los impuestos al capital; algunas de las medidas tuvieron que ser revertidas por el importante impacto que tuvieron en la recaudación. Para un análisis detallado, véase, por ejemplo, Institute for Research on the Economics of Taxation (2011).

4 Los recortes impositivos de Bush se produjeron entre los años 2001 y 2003 (para implementarse de forma temporal por un período de diez años). Se redujeron los tipos marginales máximos del impuesto de la renta y se recortaron gradualmente los tipos sobre los dividendos y las ganancias de capital. Véase Tempalski (2006).

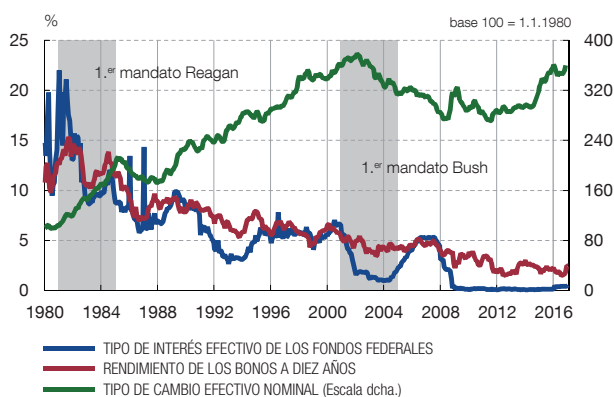
1 SALDO FISCAL Y POR CUENTA CORRIENTE



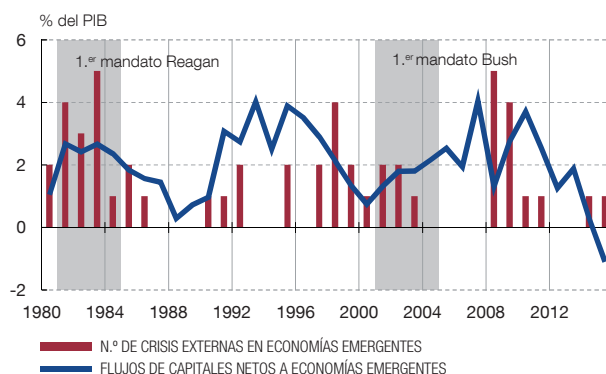
2 CRECIMIENTO DEL PIB, INFLACIÓN Y OUTPUT GAP



3 TIPO DE INTERÉS EFECTIVO, RENDIMIENTO DE LOS BONOS A DIEZ AÑOS Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL



4 FLUJOS DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Reserva Federal de San Luis, Fondo Monetario Internacional y Datastream.

a Los cálculos se basan en una muestra de 45 economías emergentes. El dato para 2015 se refiere a los tres primeros trimestres del año. El dato del número de crisis se refiere a la variable de crisis externas de Catão y Milesi-Ferretti (2014), actualizada hasta el tercer trimestre de 2015.

Para tener una idea cuantitativa de los posibles efectos de una política fiscal expansiva sobre la economía de Estados Unidos y sobre el resto del mundo, se ha realizado una serie de simulaciones con el modelo macroeconómico NIGEM, que contemplan dos posibles escenarios fiscales, detallados en el cuadro 2. El escenario «electoral» está alineado con los elementos del programa electoral de Donald Trump con mayor repercusión en términos fiscales: i) la rebaja del tipo impositivo del impuesto de sociedades, cuyo efecto sobre la recaudación fiscal se podría cifrar en torno al 1,5 % del PIB al año⁵; ii) la reducción del impuesto sobre la renta, en torno al 1 % del PIB anual, y iii) un plan de infraestructuras de una magnitud próxima al 0,5 % del PIB por año. El escenario «moderado» incorpora las medidas fiscales de la forma que los analistas consideran más probable, que sería aproximadamente la mitad de las cuantías del escenario electoral⁶.

Como se puede apreciar en el gráfico 9, en los dos escenarios considerados se obtiene un claro efecto positivo sobre el nivel de actividad, de entre 0,8 y 1,6 puntos de mayor

5 No se cuantifica la desgravación del 100 % del gasto de inversión ni la no deducción del pago de intereses, así como los incentivos a la repatriación de beneficios.

6 Un escenario similar al moderado es el que analiza la OCDE en su último informe de perspectivas [OCDE (2016)].

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Escenario «electoral»				
Ingresos fiscales	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4
Hogares	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Empresas	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Gasto público	0,5	0,5	0,5	0,5
Inversión (infraestructura)	0,5	0,5	0,5	0,5
Variación saldo fiscal	-3,0	-2,9	-2,8	-2,8
Escenario «moderado»				
Ingresos fiscales	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Hogares	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Empresas	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Gasto público	0,3	0,2	0,2	0,2
Inversión (infraestructura)	0,3	0,2	0,2	0,2
Variación saldo fiscal	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5

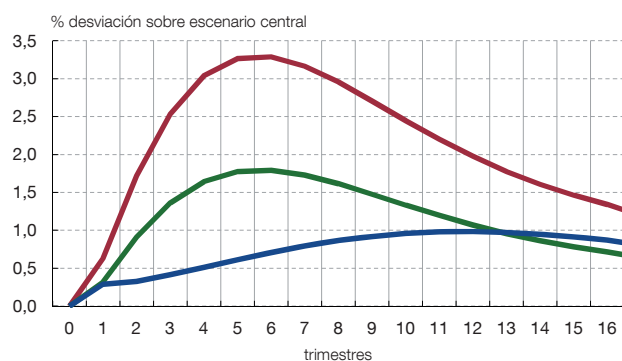
FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global NIGEM.

a Porcentaje del PIB.

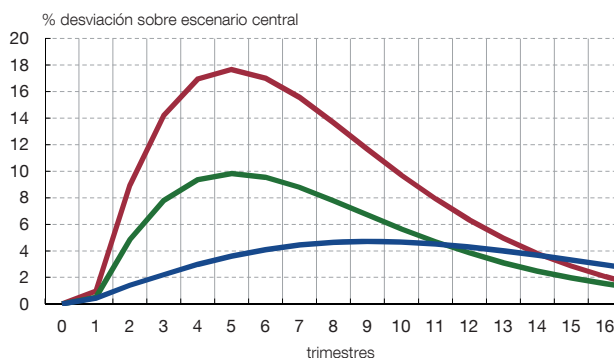
nivel de PIB a finales del horizonte de simulación (cuatro años). En el escenario «electoral», el impacto máximo sobre el nivel del PIB superaría los tres puntos en el segundo año, manteniéndose robusto hasta el final del horizonte de simulación, debido al fuerte repunte de la inversión empresarial y al impulso del consumo privado. Todo ello elevaría las presiones sobre la inflación, que podría ser unos dos puntos superior a la del escenario base, a pesar de la agresiva reacción de política monetaria, con subidas de tipos superiores a tres puntos en la segunda parte del período. También se produce un marcado deterioro del déficit público, de unos cinco puntos de PIB al final del horizonte de simulación, con un impacto muy significativo en una deuda pública ya muy elevada. Los resultados obtenidos para el escenario «moderado» revelan una dinámica similar, aunque los impactos serían aproximadamente la mitad, con un efecto máximo sobre el PIB de 1,7 pp. En cuanto a los efectos sobre el resto del mundo (véase cuadro 3), en el escenario «electoral» el impacto sobre el PIB mundial sería de unos 0,9 pp en el segundo año, para irse reduciendo hasta 0,4 al final del horizonte de simulación, con un impacto algo mayor en las economías emergentes que en el resto de las avanzadas. Igual que para Estados Unidos, los *spillovers* en el escenario «moderado» serían aproximadamente la mitad, alcanzando un máximo de unos 0,5 pp en el segundo año.

Al interpretar los resultados de estos ejercicios de simulación hay que tener en cuenta que hay factores que podrían limitar el tamaño de los multiplicadores fiscales implícitos en el modelo. Por ejemplo, los elevados niveles de deuda pública pueden reducir significativamente el efecto de un estímulo fiscal si afectan negativamente a la confianza de los agentes y elevan las primas de riesgo [Nickel y Tudyka (2014)]. Otro factor relevante es la posición cíclica de la economía. Numerosos estudios muestran que los multiplicadores fiscales son mayores en las fases recesivas, pues en las fases expansivas es más probable que se produzcan efectos expulsión de la demanda privada [Riera-Crichton *et al.* (2015)] y aumentos de la inflación, que llevarían a una política monetaria más restrictiva [Christiano *et al.* (2011)]. También es importante la composición del paquete fiscal, puesto que la inversión en infraestructuras, por ejemplo, tiene un multiplicador mayor

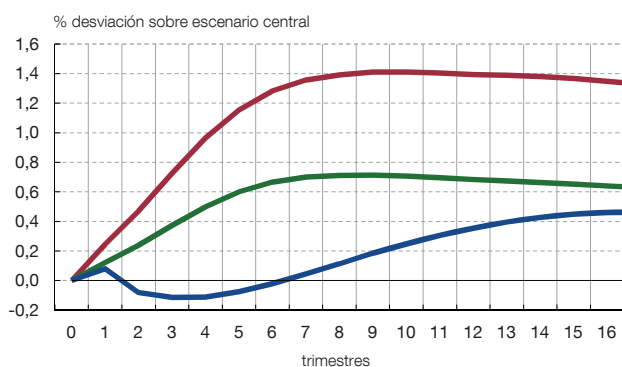
1 PIB REAL



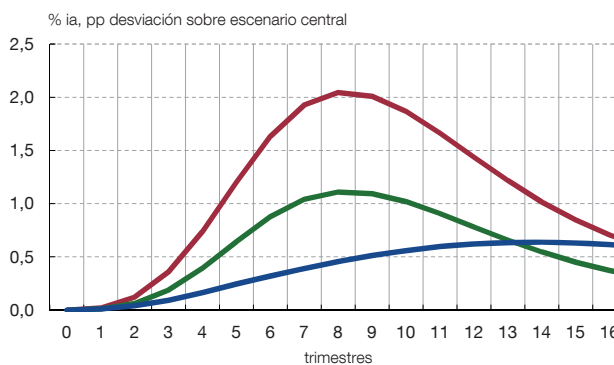
2 INVERSIÓN EMPRESARIAL



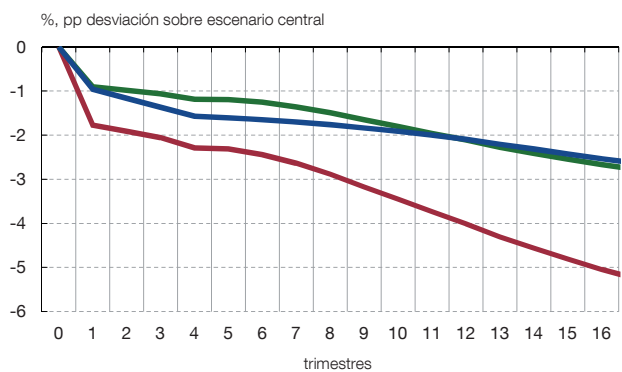
3 CONSUMO PRIVADO



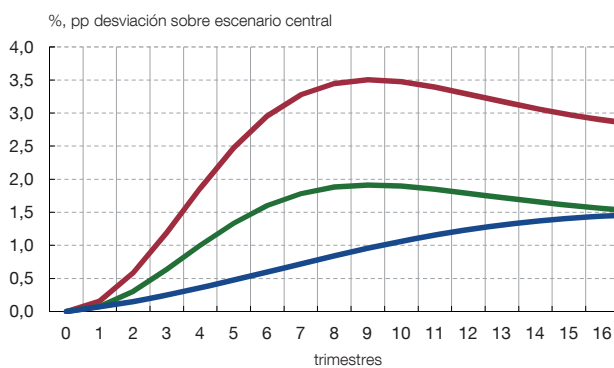
4 INFLACIÓN (DEFLACTOR DEL CONSUMO)



5 SALDO PÚBLICO SOBRE PIB



6 TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO



ELECTORAL

MODERADO

MODERADO + PRIMA DE PLAZO 100 PB

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global NIGEM.

que otras partidas de gastos o ingresos, al tener un efecto de demanda en el corto plazo y aumentar, además, la capacidad productiva a largo plazo [Auerbach y Gorodnichenko (2012a)]. Del mismo modo, el multiplicador de un recorte del impuesto sobre la renta es menor si beneficia en mayor medida a hogares de ingresos elevados, que tienen una menor propensión marginal al consumo [Jappelli y Pistaferri (2014)]. Para ilustrar estos efectos mitigadores del impacto del estímulo fiscal en Estados Unidos, se ha

PIB real (b)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Escenario «electoral»				
Mundo	0,55	0,90	0,62	0,40
Avanzadas	0,90	1,35	0,82	0,42
Emergentes	0,28	0,57	0,47	0,39
Estados Unidos	1,99	3,17	2,33	1,55
Escenario «moderado»				
Mundo	0,29	0,49	0,33	0,21
Avanzadas	0,48	0,74	0,44	0,22
Emergentes	0,15	0,31	0,25	0,20
Estados Unidos	1,06	1,73	1,27	0,83
Escenario «moderado» + prima de plazo 100 pb				
Mundo	0,12	0,22	0,30	0,32
Avanzadas	0,17	0,33	0,41	0,36
Emergentes	0,09	0,14	0,21	0,28
Estados Unidos	0,39	0,75	0,96	0,93

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo macroeconómico global NIGEM.

a Se supone que el programa fiscal incide a partir del primer trimestre del primer año.

b Porcentaje de desviación sobre el escenario central.

realizado una simulación del escenario moderado asumiendo un incremento de las primas por plazo de 100 pb, que supondría el retorno a su media de los últimos diez años; este aumento se trasladaría parcialmente al resto del mundo, dada la posición central que ocupa Estados Unidos en el sistema financiero internacional. Como se aprecia en el gráfico 9, el efecto sobre el PIB de Estados Unidos a corto plazo sería de solo 0,5 pp en el segundo año, y de 0,2 pp para la economía mundial. Del mismo modo, el incremento de la inflación y la reacción de la política monetaria serían más moderados, si bien el deterioro de las cuentas públicas sería muy similar.

En definitiva, los resultados de estos ejercicios de simulación y la experiencia histórica muestran que las políticas de estímulo fiscal que previsiblemente se pondrán en marcha en Estados Unidos pueden impulsar el crecimiento económico en el corto plazo, pero su impacto dependerá de diversos factores, entre ellos de cuál sea la respuesta de la política monetaria. En todo caso, aumentarán también los desequilibrios internos y externos de la economía americana, lo cual puede afectar a la confianza de los agentes y, por tanto, a su efectividad.

LA IMPORTANCIA DE LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA GLOBAL

La integración económica mundial ha experimentado sus mayores avances en los años que precedieron a la crisis financiera global, gracias a la progresiva eliminación de obstáculos a la libre circulación de bienes, personas y capitales. Este proceso se ha fundamentado en la premisa de que, al permitir que los recursos se asignen allí donde sean más productivos, la renta mundial aumentará, favoreciendo el desarrollo de todas las regiones. Dado que una mayor integración tiene como contrapartida una mayor exposición de cada país a perturbaciones externas, el proceso se ha acompañado de mecanismos que permiten una mayor cooperación internacional y del desarrollo de redes globales de seguridad financiera, que proporcionan, aunque de manera desigual, los recursos necesarios para que los países hagan frente a esas perturbaciones externas.

No obstante, dentro de cada país, ha habido colectivos que se han podido ver perjudicados por la mayor integración con el exterior y que, dependiendo de los mecanismos internos en cada caso, no se sienten suficientemente compensados. La frágil recuperación tras la crisis financiera global ha venido a poner al descubierto un aumento de la desigualdad dentro de las economías desarrolladas y, en particular, un freno al avance en el bienestar de las clases medias. Aunque esta evolución responde también, incluso en mayor medida, a otros factores, como el progreso tecnológico, la relación de causa-efecto ha ido calando en las sociedades, favoreciendo orientaciones de política económica que pueden suponer un retroceso en el proceso de globalización. Así, las últimas elecciones presidenciales en Estados Unidos pusieron de manifiesto una preferencia del electorado por establecer limitaciones en los intercambios comerciales y los movimientos migratorios. Por otro lado, el resultado del referéndum en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE se explica, en parte, porque la inmigración es percibida como una amenaza para el bienestar de la población nacional.

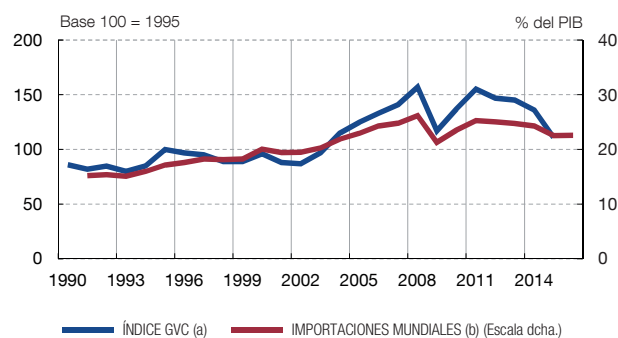
En esta sección se revisan las razones que sustentan la importancia de los flujos comerciales, migratorios y financieros como elementos de integración y potenciación del crecimiento de los países que los reciben, y las implicaciones globales que se pueden derivar de políticas orientadas a frenar los procesos de integración.

Flujos comerciales

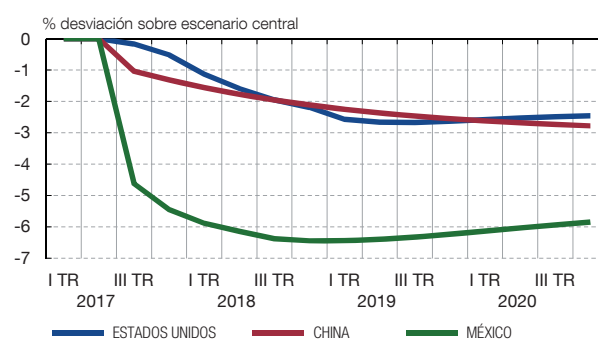
En los últimos cinco años, se ha observado una ralentización acusada del comercio mundial (véase gráfico 10). Entre los factores que explican esa ralentización se encuentran la debilidad de la inversión (componente de la demanda intensivo en comercio), el peso creciente de las economías emergentes en el comercio (cuya demanda interna, por el momento, tiene un peso en la actividad menor que el de las economías avanzadas), y el freno —incluso reversión— en el desarrollo de las cadenas mundiales de producción. Los dos primeros factores sugieren que es la composición de la actividad la que ha afectado al comercio y no a la inversa; el tercero podría estar respondiendo a decisiones óptimas de las empresas, que, por tanto, aumentarían la eficiencia económica global. Sin embargo, por el momento las políticas comerciales no parecen haber desempeñado un papel importante en la desaceleración del comercio internacional. Esto podría cambiar en el futuro, puesto que la nueva administración de Estados Unidos ha anunciado una política de mayor proteccionismo comercial, que sí podría tener un efecto adverso sobre el crecimiento global. Hasta ahora, esas intenciones se han plasmado en el abandono del Acuerdo Estratégico Trans-Pacífico de Asociación Económica (conocido como TPP) y en el inicio de conversaciones con México y Canadá sobre el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), si bien este sigue vigente. Otras medidas anunciadas durante la campaña electoral, como la declaración de China como país manipulador del tipo de cambio, la imposición de aranceles sobre las importaciones chinas (45 %) y mexicanas (35 %), o la posibilidad de que el impuesto de sociedades incorpore un mecanismo de ajuste en frontera, que penalice las importaciones, no se han puesto en práctica de momento.

La literatura económica (y la experiencia histórica con episodios similares) es bastante unánime al señalar que el proteccionismo comercial es perjudicial para el bienestar y el crecimiento globales. A corto plazo, distorsiona la asignación de recursos provocando pérdidas de eficiencia. A medio y largo plazo, tiene consecuencias negativas sobre el crecimiento y la capacidad productiva, al incidir negativamente sobre la productividad total de los factores, como consecuencia del menor *know-how* asociado a la reducción de la apertura comercial, del menor ritmo de innovación y adopción de nuevas tecnologías, y de la menor calidad de la gestión empresarial. Estos efectos se acentúan en las economías receptoras de inversión extranjera directa (IED), ya que el comercio tiende a favorecer este

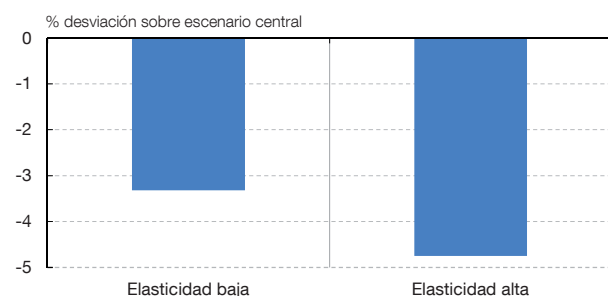
1 IMPORTANCIA DE LAS CADENAS DE VALOR GLOBALES



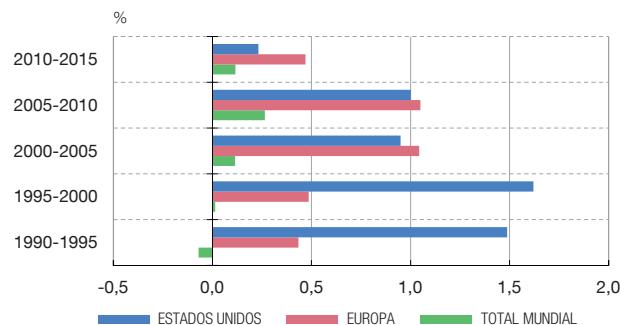
2 IMPACTO SOBRE EL PIB DEL PROTECCIONISMO EN ESTADOS UNIDOS Y REPRESALIAS DE MÉXICO Y CHINA



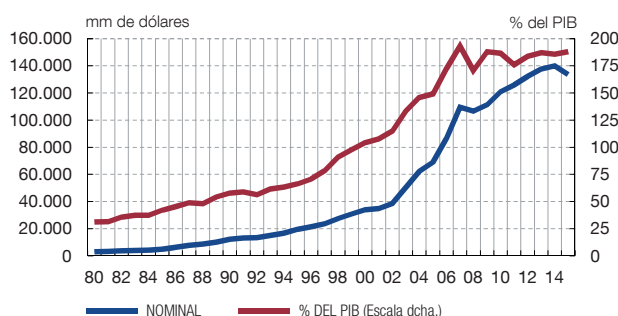
3 IMPACTO SOBRE EL PIB MUNDIAL EN 2020 DE UN AUMENTO DE LOS ARANCELES AL NIVEL DE 1999



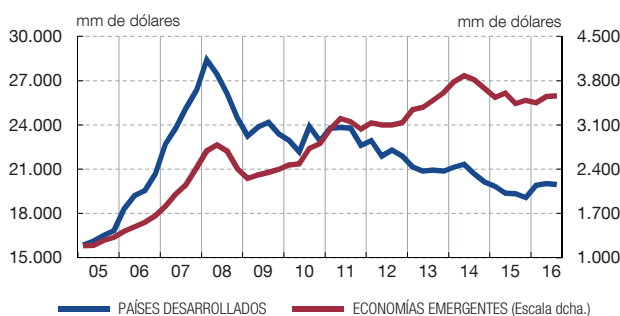
4 VARIACIÓN DE LA POBLACIÓN INMIGRANTE COMO FRACCIÓN DE LA POBLACIÓN TOTAL



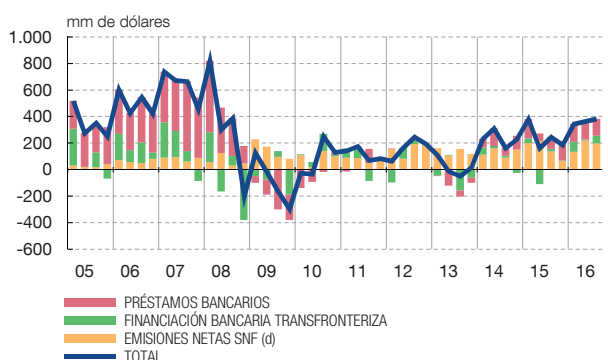
5 ACTIVOS FINANCIEROS MUNDIALES



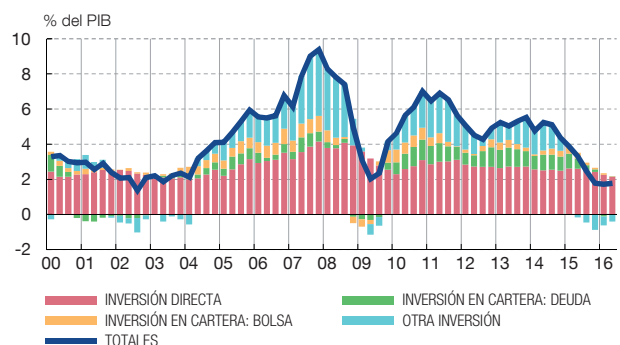
6 ACTIVOS TRANSFRONTERIZOS POR RESIDENCIA DE LA CONTRAPARTE



7 FINANCIACIÓN NETA A EMPRESAS NO FINANCIERAS POR COMPONENTES (c)



8 ENTRADAS BRUTAS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (e)



FUENTES: OCDE, OMC, Banco de España, a partir del modelo macroeconómico NIGEM, Rubini (2011), Naciones Unidas, Datastream, Dealogic y BIS.

a Cálculos basados en las cinco matrices de *input-output* global de la base de datos TIVA.

b Previsión para 2016.

c Flujos trimestrales en mm de dólares. Datos agregados de Estados Unidos, zona del euro y el Reino Unido.

d Emisiones de sociedades no financieras.

e Suma móvil de cuatro trimestres.

tipo de inversión. Por otra parte, en la medida en la que los empleos perdidos en los pasados años se hayan debido a cambios tecnológicos, el proteccionismo comercial no permitirá una recuperación significativa de puestos de trabajo en los sectores manufactureros [Hicks y Devaraj (2015)].

Para cuantificar el posible impacto de un mayor proteccionismo comercial en la economía global se han realizado varias simulaciones con el modelo NIGEM, ya utilizado en el apartado anterior. Se han considerado dos escenarios alternativos. El primero contempla incrementos de aranceles sobre los productos importados de México y China, por cuantías similares a las mencionadas anteriormente, y represalias de una magnitud equivalente por parte de estos dos países⁷. El segundo propone una subida generalizada de aranceles, situándolos en niveles comparables a los vigentes en los años noventa, antes de la apertura comercial de numerosas economías emergentes, especialmente de China⁸. El primer escenario considerado daría lugar a una reducción del PIB de Estados Unidos y de China de en torno a dos puntos en 2020, mientras que el impacto sobre México sería mucho más acusado, alcanzando seis puntos en 2020 (véase gráfico 10); no obstante, un cambio en la orientación comercial de México y China hacia terceros mercados, y la capacidad de otras economías de ocupar el hueco dejado por las exportaciones de Estados Unidos, en la medida en que las represalias comerciales les afecten negativamente, aminorarían estos impactos negativos. En el segundo escenario, de guerra comercial generalizada, el efecto sobre la actividad mundial sería muy acusado, resultando en una reducción del crecimiento acumulado mundial de alrededor de 0,8-1,2 pp en el período 2017-2020, tal y como muestra el gráfico 10. Debe tenerse en cuenta, además, que estas simulaciones no incorporan la incidencia negativa a medio y largo plazo del desmantelamiento de los acuerdos comerciales multilaterales.

Flujos migratorios

Como ya se ha apuntado, los flujos migratorios también concitan un cierto rechazo en parte del electorado de los países desarrollados, debido a que pueden tener efectos perniciosos sobre las condiciones laborales de la población nativa. En este sentido, la inmigración se suma al avance tecnológico y a la sustitución de trabajos rutinarios por métodos automatizados en el impacto real y percibido que tienen sobre el mercado laboral.

De acuerdo con la evidencia, la inmigración tiene efectos de ambos signos, tanto en los países receptores como en los emisores de migrantes⁹. En los primeros, al estar concentrada normalmente en personas en edad de trabajar, la inmigración expande la fuerza laboral y eleva la tasa de actividad, no solo por un efecto composición sino también porque, al hacerse cargo de determinados trabajos domésticos, permiten elevar la participación en el mercado laboral de los nativos. Además, en la medida en que los migrantes tengan acceso al mercado laboral formal, incide favorablemente sobre la financiación de los sistemas públicos de pensiones y de salud. La evidencia pasada indica que la inmigración no tiene efectos negativos sobre los salarios medios de la economía. Sin embargo, puede

7 Los escenarios se implementan introduciendo una subida de los precios de importación y una caída del volumen de exportaciones calibradas a partir de las exposiciones comerciales bilaterales y las elasticidades-precio de la demanda de importaciones. El rango utilizado para las elasticidades del comercio a los aranceles es de entre 7 y 11, lo que se corresponde con el rango estimado en Rubini (2011).

8 Esto supone una subida del arancel medio (ponderado) efectivo hasta el 5%. En 2012 (último dato disponible) era del 2,9%, de acuerdo con el Banco Mundial.

9 Es necesario distinguir claramente entre las personas que migran por motivos económicos y los refugiados. Estos últimos tienen frecuentemente un estatus legal que les impide trabajar, o se encuentran en regiones que no han elegido por su atractivo laboral. Esto hace que sus efectos positivos sean difícilmente apreciables, al menos en el corto plazo, lo cual puede explicar por qué el rechazo a la inmigración coincide temporalmente con la llegada de refugiados de los conflictos en Siria y en Medio Oriente.

provocar cambios relativos en los salarios entre distintos segmentos de la población nativa. Para trabajadores nativos con niveles de formación y experiencia laboral similares a los de los inmigrantes, y que, por tanto, compiten con ellos, los efectos sobre empleo y salarios suelen ser negativos. En cambio, los trabajadores nativos con una formación y experiencia distinta a la de los inmigrantes, y que, por tanto, se complementan con ellos, se ven favorecidos [Dustmann *et al.* (2016)].

En el largo plazo, la inmigración está asociada a una mayor renta per cápita en los países receptores [Ortega y Peri (2014); Jaumotte *et al.* (2016)] y a un aumento de las tasas de innovación [Hunt y Gautheir-Loiselle (2010)]. Para los países emisores, la emigración reduce la población en edad de trabajar. Además, en el caso de emigrantes con altos niveles relativos de formación y emprendimiento, la reducción del capital humano nativo tiene efectos negativos sobre la productividad, provocando un fenómeno conocido como *brain drain*. Sin embargo, los migrantes suelen enviar remesas a sus países de origen, que pueden llegar a ser importantes fuentes de financiación externa. Esta financiación suele ser menos volátil que la inversión de cartera o la inversión extranjera directa [Buch y Kuckulenz (2010)], aunque puede provocar una apreciación del tipo de cambio, que dificulte la exportación [López *et al.* (2007) y Magud y Sosa (2013)], y suele destinarse en mayor medida al consumo que a la inversión.

La inmigración ha crecido significativamente en los últimos veinticinco años, aunque se ha ralentizado en lo que llevamos de década (véase gráfico 10). De cara al futuro, los cambios en los orígenes y destinos de la migración económica vendrán determinados no solo por las tendencias demográficas en curso, sino también por las políticas migratorias de las economías avanzadas, que previsiblemente adoptarán una orientación más restrictiva. Las restricciones a la inmigración, si bien pueden favorecer al segmento de población que compite con los inmigrantes en el corto plazo, tiene efectos negativos en el largo plazo, ya que reducen el crecimiento de la productividad y, por tanto, del producto potencial.

Flujos de capitales

Tras la crisis financiera global se ha apreciado una importante ralentización en el ritmo de integración financiera global. Así, el peso de los activos financieros exteriores sobre el PIB mundial, que se había doblado en la década anterior a la crisis, se ha mantenido relativamente estable desde entonces (véase gráfico 10). No obstante, esta tendencia no ha sido homogénea, apreciándose notables diferencias entre regiones y segmentos del sistema financiero, de modo que no es apropiado hablar de desglobalización financiera de modo general [Caruana (2017)]. La retracción de los flujos transfronterizos ha sido más importante en la actividad internacional de la banca de las economías avanzadas y, en particular, de las europeas [Muñoz de la Peña y Van Rixtel (2015)]. Además, la diferente intensidad en el ajuste de las posiciones transfronterizas ha dependido de las diversas estrategias de los bancos activos a nivel internacional [Gambacorta *et al.* (2017)] y, en general, se ha apreciado que las exposiciones mantenidas a través de filiales en el extranjero han permanecido mucho más estables que las exposiciones transfronterizas directas, en parte como resultado de los cambios regulatorios. En sentido contrario, a la vez que se contrae el negocio internacional de algunos bancos de economías avanzadas, otros mercados financieros no bancarios están experimentando un mayor dinamismo, contribuyendo a ampliar las posibilidades de financiación de un creciente número de agentes.

No obstante, desde comienzos de 2014 se ha apreciado una marcada tendencia decreciente en los flujos dirigidos hacia los mercados emergentes que ha respondido a diversos factores, como la revisión a la baja del crecimiento potencial de estas economías, la reducción de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones

de financiación internacional, tras el comienzo de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. La descomposición de los flujos según su tipología muestra que la IED se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, aunque se mantiene en niveles inferiores a los que tenía antes de la crisis (véase gráfico 10). De cara al futuro, los cambios regulatorios en economías sistémicas (o la incertidumbre en torno a ellos) pueden incidir de manera relevante en los flujos de IED dirigidos hacia las economías emergentes. En este sentido, medidas que favorezcan la relocalización de empresas en territorio nacional, como las que está contemplando la nueva Administración de Estados Unidos, suponen un riesgo no desdeñable. Como demuestra la literatura económica, la IED comporta beneficios claros en términos de crecimiento y de transferencias de tecnología especialmente relevantes para las economías en desarrollo, es mucho más estable que otros tipos de financiación externa y, al materializarse en forma de instrumentos de capital, contribuye a absorber las perturbaciones que experimentan las economías receptoras.

De manera más general, aunque no se pueda hablar de reversión en el proceso de integración financiera global, sí se aprecia una cierta presión para limitar los avances adicionales en este terreno, lo que puede mermar la contribución de la globalización financiera al avance de la productividad a nivel mundial, al restringir las posibilidades de asignación eficiente de los recursos.

CHINA: REFORMAS Y ENDEUDAMIENTO

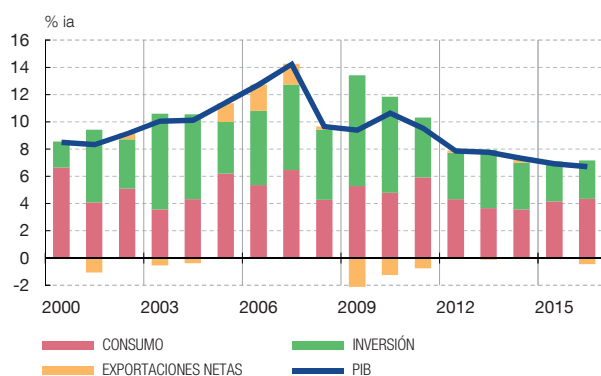
La economía china mostró una notable resistencia a la crisis financiera global, apoyada en un importante estímulo fiscal y una política monetaria y financiera laxas para fomentar el crédito. De esta forma, se sostuvo el patrón de crecimiento basado en la inversión pública y en las exportaciones. Sin embargo, estos estímulos contribuyeron a una significativa acumulación de desequilibrios, tanto externos como internos. En los últimos años, las autoridades chinas, conscientes de la necesidad de solventar esos desequilibrios, han introducido una amplia batería de reformas, orientadas a alcanzar un nuevo modelo de crecimiento, más sostenible, basado en el consumo y los servicios. En el ámbito interno, las reformas tienen como objetivo avanzar en el proceso de desapalancamiento, ajustar el exceso de capacidad de algunas industrias, reducir los costes empresariales y reorientar el papel de las empresas estatales (SOE) en la economía. En el ámbito externo, los objetivos son la apertura gradual de la cuenta de capital y el reforzamiento del papel internacional del renminbi.

La aplicación de estas políticas ha supuesto una moderación significativa del crecimiento, que se ha situado por debajo del 7 % desde 2015 (véase gráfico 11). De hecho, en 2016, este proceso de reformas se interrumpió porque se consideró prioritario sostener el crecimiento económico a corto plazo [Zhang (2016)]. Para ello, se introdujo un nuevo estímulo fiscal, centrado principalmente en las infraestructuras. El estímulo fiscal permitió estabilizar el crecimiento, en un contexto en el que la política monetaria tenía escaso margen de actuación por las presiones sobre el renminbi asociadas a la proyectada normalización de la política monetaria en Estados Unidos, pero supuso un aplazamiento en la corrección de los elevados niveles de deuda y contribuyó a aumentar la vulnerabilidad del sistema financiero.

En conjunto, la financiación social total (FST)¹⁰ ha crecido aproximadamente 100 pp en la última década, hasta situarse en el 250 % del PIB en 2016. El sector empresarial ha sido

¹⁰ La FST es una medición oficial del crédito, *sensu lato*, en el sistema financiero, e incluye los préstamos bancarios oficiales, la operativa básica del sistema bancario en la sombra y la financiación directa (emisiones de bonos y capital), entre otros instrumentos.

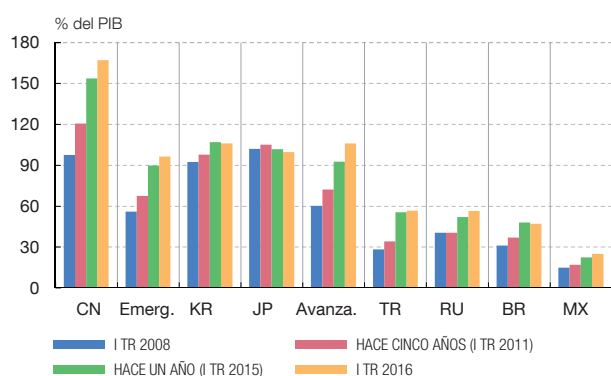
1 PIB POR COMPONENTES



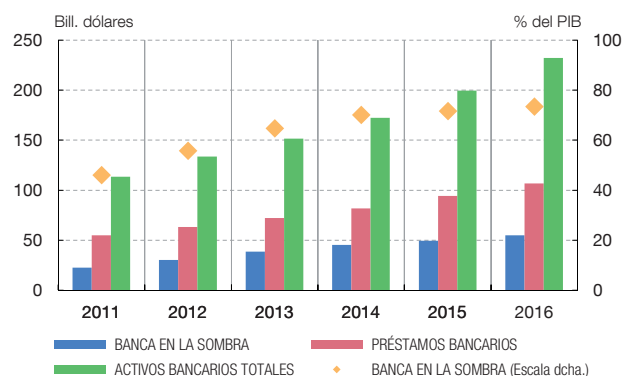
2 CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN



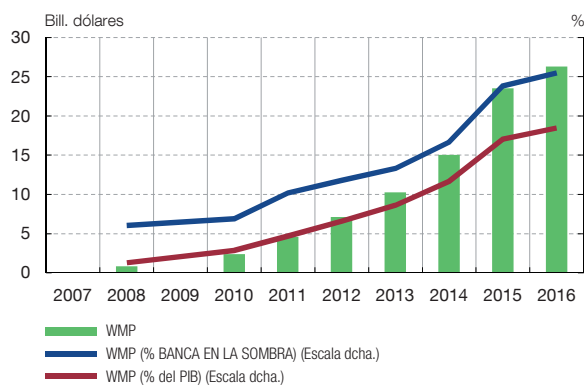
3 DEUDA CORPORATIVA: CRÉDITO AL SECTOR NO FINANCIERO



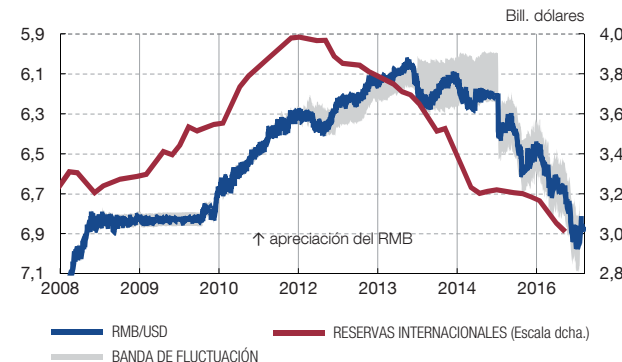
4 EVOLUCIÓN DE LA BANCA EN LA SOMBRA



5 WMP



6 TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: China National Bureau of Statistics, BIS, CEIC y Datastream.

el principal responsable de esta evolución, pues su apalancamiento se incrementó en 70 puntos, hasta el 169 % del PIB (véase gráfico 11). El aumento de la deuda empresarial se ha debido, en gran parte, a la excesiva dotación de crédito a las SOE y ha sido posible por el enorme desarrollo del sector bancario en la sombra, que dobló su tamaño en los últimos cinco años, hasta representar más del 70 % del PIB y del 50 % de los préstamos bancarios. Este rápido crecimiento del sector, estimulado por el intento de eludir las estrictas regulaciones que afectan a los bancos, supone en la actualidad un importante factor de riesgo para la estabilidad financiera, en particular, por su elevada concentración

en empresas que operan en mercados con exceso de capacidad, en el sector inmobiliario y en vehículos de financiación de las Administraciones locales. Además, en los últimos años ha aumentado el potencial de contagio hacia el sector financiero formal, al elevarse la exposición directa de los bancos, principalmente de bancos pequeños o regionales, a las actividades de la banca en la sombra. Como se puede apreciar en el gráfico 11, esta exposición se ha materializado principalmente en adquisiciones de Productos de Gestión del Capital (WMP, en su acrónimo en inglés).

No obstante, no es probable que se produzca una crisis profunda en el sector financiero en el corto plazo, por varias razones. Primero, porque el sector bancario formal mantiene una posición sólida, reflejada en una ratio de morosidad reducida (1,8 % al cierre de 2016), una dotación para insolvencias holgada (3,1 % de los préstamos bancarios), ratios de capital elevadas (13,3 % en el tercer trimestre) y beneficios también elevados (2 % de los préstamos totales). Segundo, porque el banco central tiene los recursos y los instrumentos suficientes para evitar una crisis de liquidez. Por último, porque el Gobierno central dispone de una capacidad de rescate significativa, debido al moderado nivel de la deuda pública en relación con el PIB (61,5 % en el tercer trimestre de 2016). En todo caso, los riesgos en este ámbito podrían empezar a materializarse si la política monetaria se endureciese significativamente, causando problemas de liquidez en el mercado interbancario y ajustes bruscos en los precios de los activos financieros.

La elevada deuda corporativa es clave para explicar la evolución reciente de la cuenta financiera de la economía china. Hasta la devaluación del renminbi, en agosto de 2015 (véase gráfico 11), una buena parte de la deuda contraída por las empresas chinas era en moneda extranjera (en dólares, sobre todo), para aprovechar las oportunidades de arbitraje que existían *de facto*¹¹. La devaluación, que sorprendió a los mercados, no solo eliminó la posibilidad de arbitraje, sino que, además, indujo un cambio en el sentimiento del mercado. La depreciación del renminbi, unida a la ya entonces esperada normalización de la política monetaria en Estados Unidos y a las bajadas de los tipos de interés en China, empujaron a los prestatarios expuestos a las fluctuaciones del tipo de cambio a deshacerse de los préstamos denominados en divisas, acelerando sus reembolsos. Estas salidas de capitales contribuyeron a intensificar las presiones depreciatorias sobre el renminbi, reforzadas además por la desaceleración de la economía china y por las medidas orientadas a corregir los excesos financieros. Como reacción, las autoridades han empezado a aplicar de forma más estricta la regulación existente y a promulgar nuevas medidas, con el fin de contener las salidas de capitales. Todo ello supondrá un freno en el proceso de liberalización de la cuenta financiera, en el corto plazo, y en el proceso de internacionalización del renminbi, primando la estabilización de la moneda.

Desde otra perspectiva, las restricciones a las salidas de capital plantean riesgos para la estabilidad financiera, pues pueden favorecer el desarrollo de burbujas de activos en determinados segmentos, como el sector inmobiliario o los mercados de bonos y acciones, puesto que la liquidez generada internamente tendrá que colocarse en el mercado interior. Además, en la medida en que ese exceso de liquidez se canalice a través de la banca en la sombra, las posibles repercusiones en términos de estabilidad financiera se verán incrementadas, especialmente en un contexto de crecientes interconexiones de esta con el sector bancario formal.

11 Una oportunidad dada por el diferencial entre el tipo de interés de los depósitos en China y el coste de un endeudamiento en el extranjero, unido a una moneda nacional en constante apreciación.

Por tanto, las políticas macroeconómicas deben orientarse hacia un doble objetivo, que requiere un difícil equilibrio: apoyar el crecimiento y corregir los desequilibrios macrofinancieros de la economía. En particular, la política monetaria se enfrenta al dilema de preservar la estabilidad del sistema financiero y, al mismo tiempo, proteger el tipo de cambio de una depreciación excesiva. Cualquier aumento de los tipos de interés de la Reserva Federal —que intensifique la tendencia a las salidas de capitales— forzaría al banco central a actuar en la misma línea, para estabilizar el tipo de cambio e incentivar el desapalancamiento. Sin embargo, aumentos demasiados bruscos en los tipos de interés comprometerían la estabilidad del sistema financiero y los objetivos de crecimiento. En este entorno, el banco central adoptará posiblemente una política monetaria marginalmente más restrictiva, que no obstaculice seriamente el crecimiento del crédito¹². La contención de los riesgos financieros requerirá también avances más decididos en otros terrenos: en particular, reformas que corrijan la ineficiente asignación de recursos hacia sectores de baja productividad, el exceso de capacidad productiva y la ineficiencia de las SOE, así como el desarrollo de los mercados de capital que permita reducir la exposición directa de los bancos a la deuda de las empresas.

Los riesgos asociados a una corrección brusca de los desequilibrios macroeconómicos en China no son desdeñables. Esta corrección incidiría sobre la economía global por los habituales canales comerciales y financieros. Para ilustrar la relevancia del primero de ellos, se ha utilizado un modelo macroeconómico global, que permite la introducción de perturbaciones exógenas¹³. Concretamente, se ha simulado un aumento del 1 % de la tasa de inflación en China durante un año, que podría venir asociada al desarrollo de burbujas en determinados activos o al recorte del apoyo financiero que tenían las SOE. Los resultados de la simulación muestran una reducción moderada de la tasa de crecimiento del PIB mundial, de aproximadamente un 0,07 % a lo largo de 2017, debida sobre todo a la reducción de la tasa de crecimiento de China (–0,22 %). La inflación global subiría un 0,12 %, cifra significativa teniendo en cuenta la magnitud de la perturbación (a modo de comparación, nótese que la inflación de los precios industriales de China se ha elevado desde el 1 % hasta casi el 8 % interanual en los últimos cinco meses). Además, no debe olvidarse que existen otros canales, como el financiero, que no se han considerado en este ejercicio.

En resumen, las autoridades chinas están conduciendo la transición de la economía china hacia un nuevo modelo de crecimiento, más sostenible, tratando de preservar la estabilidad financiera y de controlar la desaceleración gradual de la actividad. En este contexto, la falta de avance en el proceso de desapalancamiento del sector corporativo constituye el principal factor de riesgo, agravado por la ralentización del crecimiento económico, las presiones sobre la estabilidad de la moneda y el aumento de las salidas de capitales. Por ello, el ajuste adecuado de las políticas macroeconómicas y el desarrollo de herramientas macroprudenciales, que eviten la formación de burbujas de activos, resulta fundamental. La reaparición de la inflación y una caída brusca de la actividad tendrían repercusiones globales muy significativas.

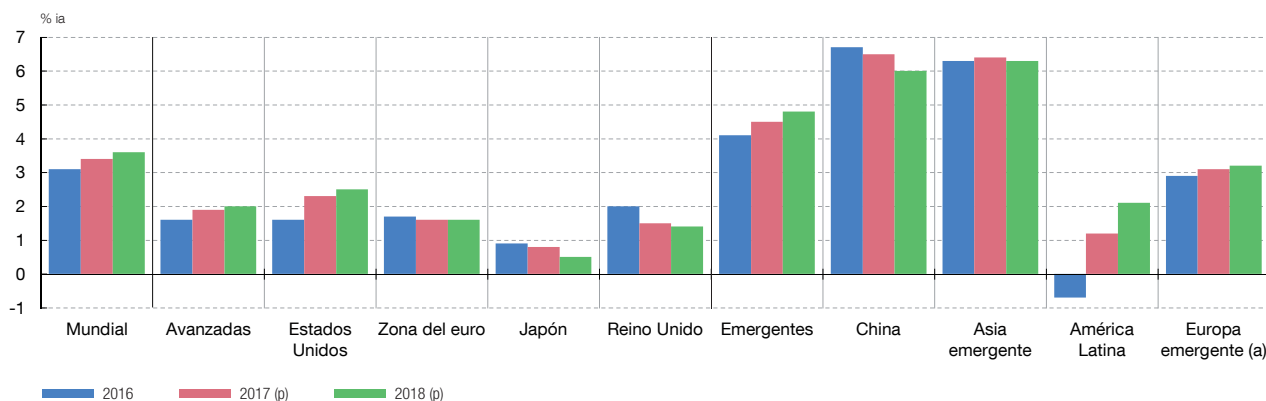
Las perspectivas para 2017

Tras la ligera mejoría experimentada por la actividad económica global en el último tramo del pasado ejercicio, por primera vez en los últimos años el año 2017 se inicia sin revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del PIB mundial. Además, los mercados financieros muestran una baja volatilidad, con reducida aversión al riesgo. Sin embargo, la

¹² El aumento de 10 pb, entre finales de enero y principios de febrero de 2017, en los tipos de interés del PBoC en sus operaciones de mercado abierto (*reverse repos*), MLF y SLF, va en esa dirección.

¹³ Se utiliza un modelo GVAR, que incluye 26 países/regiones. El modelo incluye exclusivamente el canal comercial, omitiendo cualquier transmisión de carácter financiero.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (avance WEO de enero de 2017).

a Agregado de Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, FYR Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumanía, Serbia y Turquía.

incertidumbre que rodea a estas previsiones es muy elevada. En efecto, el cambio en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos, con sus posibles repercusiones a escala global, y los interrogantes en torno al proceso de salida del Reino Unido de la UE han venido a incidir en un panorama económico global complejo, caracterizado por la debilidad de la recuperación de las economías avanzadas, las tensiones en el proceso de reequilibrio de la economía china, la recesión de otras economías emergentes importantes y el bajo crecimiento del comercio.

El escenario central para el año 2017 contempla un crecimiento de la economía mundial ligeramente por encima del registrado en 2016 (3,1 %). Esta evolución sería el resultado del fortalecimiento tanto de las economías avanzadas, cuyo crecimiento promedio se aproximaría al 2 %, como de las emergentes, con un ritmo de avance que se situaría en el entorno del 4,5 % (véase gráfico 12). Entre las economías avanzadas, se anticipa un aumento del ritmo de crecimiento de Estados Unidos, si bien el rango de incertidumbre en torno a las proyecciones para esta economía es muy amplio, a falta de que se concreten las medidas de política económica por parte de la nueva Administración. En el caso de las economías emergentes, su desempeño se verá condicionado, en distinto grado, por el endurecimiento de las condiciones financieras globales, en un contexto de normalización de la política monetaria de Estados Unidos más rápida de lo esperado hace algunos meses, la posible retracción del comercio internacional, derivada de las políticas proteccionistas que parecen cobrar vigor, y la continuación de la desaceleración de la economía china. El escenario central contempla que ese proceso de desaceleración continúe siendo gradual, apoyado en una prolongación del estímulo fiscal, aunque las autoridades chinas sigan afrontando importantes dilemas de política económica. Por otra parte, las perspectivas son particularmente delicadas para las economías de América Latina, especialmente sensibles a la eventual normalización de las condiciones financieras globales.

El aumento de las tasas de inflación generales desde mediados de 2016, como consecuencia de la recuperación de los precios del petróleo y de otras materias primas, apenas se ha traducido en repuntes de las tasas subyacentes. De cara al ejercicio actual, en ausencia de movimientos acusados en los precios de las materias primas, la progresiva reducción del grado de holgura en las economías avanzadas y en algunas emergentes —como China, donde es previsible que continúe el avance de los precios de producción

en un contexto de recortes de capacidad— apuntaría a una aproximación de las tasas de inflación en las principales economías avanzadas y en algunas emergentes hacia los objetivos de los BCN. Las presiones inflacionistas serán previsiblemente acusadas en algunas economías emergentes, como México y Turquía, que han experimentado recientemente importantes depreciaciones cambiarias.

En los últimos meses, la incertidumbre en torno a este escenario central se ha ampliado significativamente, como consecuencia de los cambios anticipados en la orientación de las políticas económicas, principalmente en Estados Unidos. Aunque el balance de riesgos sigue inclinado a la baja a medio y largo plazo, existen algunos factores que podrían favorecer un crecimiento en el corto plazo mayor que el anticipado en el escenario central. En particular, la esperada expansión fiscal en Estados Unidos y, en menor grado, las medidas fiscales anunciadas en otros países —particularmente en China— podrían tener un impacto sobre la actividad por encima del esperado, especialmente si el giro proteccionista anunciado por el Gobierno se retrasa en el tiempo. Estos efectos podrían mejorar la confianza y favorecer la recuperación de la inversión. No obstante, el efecto de estos estímulos sobre los desequilibrios macroeconómicos supone un claro riesgo a medio plazo.

Los riesgos a la baja sobre la economía mundial tienen múltiples orígenes y se plantean a diversos horizontes. En el más corto plazo, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, previsiblemente más rápida de lo esperado hace algunos meses, podría llevar a un endurecimiento mayor de lo anticipado de las condiciones financieras globales. La tendencia a la apreciación del dólar agudiza la vulnerabilidad de las economías más expuestas a la financiación en esta divisa (véase recuadro 2). En el mismo sentido, diversos factores podrían desencadenar un aumento de la aversión al riesgo, que afectaría sobre todo, pero no exclusivamente, a las economías emergentes, más sensibles a la evolución de la confianza de los inversores. Entre estos factores, la situación política en algunos países, los conflictos de carácter geopolítico y el terrorismo constituyen las amenazas más destacadas.

En el ámbito de los mercados financieros internacionales, la situación actual refleja cierta dicotomía entre la reducida volatilidad e incertidumbre que reflejan las valoraciones de los indicadores financieros y el elevado nivel de incertidumbre sobre la implementación y sobre los efectos de varias medidas de política económica. En este escenario, no pueden descartarse ajustes bruscos en el precio de los activos que podrían afectar a las decisiones de los agentes y hacer más costoso el acceso a la financiación. Por otro lado, la preponderancia de un mayor componente doméstico en las iniciativas regulatorias, en detrimento de la coordinación internacional, podría dificultar la transformación en la que se encuentra inmerso el sector financiero. En este sentido, tras la crisis financiera se ha producido una reorientación en el papel que desempeñan las entidades bancarias, que han dejado espacio a la aparición de nuevos agentes, que intermedian en nuevos segmentos de mercado y que compiten con las entidades bancarias en áreas en las que existe margen de mejora. El avance en este proceso se sustenta en dos pilares: la innovación tecnológica y un marco regulatorio estable y proporcionado. Por ello, un retroceso en la cooperación y coordinación internacional podría suponer un importante obstáculo en la consolidación de un nuevo entorno de intermediarios financieros más eficiente y diversificado.

Con un horizonte de medio plazo, sobresalen los riesgos asociados a la transición de modelo económico en China. Las autoridades han introducido políticas de estímulo para apoyar el crecimiento y medidas administrativas para frenar las salidas de capitales, pero algunos desequilibrios de la economía se han ampliado, sobre todo el avance excesivo del crédito y la elevada deuda corporativa, por lo que han aumentado las posibilidades de un

ajuste brusco. Finalmente, con un carácter más estructural y una mayor trascendencia, el giro proteccionista que se percibe puede traducirse en restricciones al comercio global, a los flujos migratorios y a los movimientos de capitales, que acaben limitando los avances de la productividad y frenando el crecimiento potencial.

En definitiva, la incertidumbre sobre el carácter de las políticas económicas a futuro se ha elevado significativamente, con potenciales implicaciones sobre las relaciones económicas y financieras internacionales, que pueden ser muy sustanciales. Aunque las políticas macroeconómicas están actuando de soporte del crecimiento en el corto plazo en muchas regiones, en un horizonte más dilatado, una acumulación de desequilibrios en algunas economías sistémicas y el retroceso en los procesos de integración económica y financiera son riesgos relevantes para la economía mundial.

16.3.2017.

BIBLIOGRAFÍA

- AUERBACH, A. J., y Y. GORODNICHENKO (2012). «Measuring the Output Responses to Fiscal Policy», *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), pp. 1-27.
- BUCH, C. M., y A. KUCKULENZ (2010). «Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries», *International Migration*, 48, pp. 89-117.
- CARUANA, J. (2017). «Have we passed “peak finance”?», conferencia en International Center for Monetary and Banking Studies, Ginebra, 28 de febrero.
- CATAO, L., y G. M. MILESI-FERRETTI (2014). «External liabilities and crises», *Journal of International Economics*, vol. 94, pp. 18-34.
- CÉSPEDES, L., R. CHANG y A. VELASCO (2004). «Balance sheets and exchange rate policy», *The American Economic Review*, vol. 94, n.º 4, pp. 1183-1193.
- CHRISTIANO, L., M. EICHENBAUM y S. REBELO (2011). «When Is the Government Spending Multiplier Large?», *Journal of Political Economy*, vol. 119, n.º 1, pp. 78-121.
- DUSTMANN, C., U. SCHÖNBERG y J. STUHLER (2016). «The Impact of Immigration: Why Do Studies Reach Such Different Results?», *Journal of Economic Perspectives*, 30(4), pp. 31-56.
- EBELL, M. (2016). «Assessing the impact of trade agreements on trade», *National Institute Economic Review*, n.º 238, noviembre.
- GAMBACORTA, L., A. VAN RIXTEL y S. SCHIAFFI (2017). *Changing business models in international bank funding*, BIS Working Paper, de próxima publicación.
- HICKS, M., y S. DEVARAJ (2015). *The Myth and the Reality of Manufacturing in America*, Ball State University for Business and Economic Research.
- HUNT, J., y M. GAUTHIER-LOISELLE (2010). «How Much Does Immigration Boost Innovation?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), pp. 31-56.
- INSTITUTE FOR RESEARCH ON THE ECONOMICS OF TAXATION (2011). «The Reagan era tax policies», *Policy Bulletin*, n.º 102, noviembre.
- JAPPELLI, T., y L. PISTAFERRI (2014). «Fiscal Policy and MPC Heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(4), pp. 107-136.
- JAUMOTTE, F., K. KOLOSKOVA y S. C. SAXENA (2016). «Impact of Migration on Income Levels in Advanced Economies», *Spillover Note*, 8, Fondo Monetario Internacional.
- LAWRENCE, R. Z., y L. EDWARDS (2013). *Rising Tide: Is Growth in Emerging Economies Good for the United States?*, Peterson Institute for International Economics.
- LÓPEZ, H., L. MOLINA y M. BUSSOLO (2007). *Remittances and the real exchange rate*, Research working paper n.º WPS 4213, World Bank, Washington, DC, <http://documents.worldbank.org/curated/en/510061468045574426/Remittances-and-the-real-exchange-rate>.
- MAGUD, N., y S. SOSA (2013). «When and Why Worry about Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth», *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 4(02), pp. 1-27.
- MCCAULEY, R., P. MCGUIRE y V. SUSKHO (2015). «Dollar credit to emerging market economies», *BIS Quarterly Review*.
- MUÑOZ DE LA PEÑA, E., y A. VAN RIXTEL (2015). «The BIS international banking statistics: structure and analytical use», *Estabilidad Financiera*, 29, Banco de España, pp. 29-46.
- NICKEL, C., y A. TUDYKA (2014). «Fiscal Stimulus in Times of High Debt: Reconsidering Multipliers and Twin Deficits», *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, n.º 7, pp. 1313-1344.
- OCDE (2016). *Global Economic Outlook*, noviembre.
- ORTEGA, F., y G. PERI (2014). «Openness and income: The roles of trade and migration», *Journal of International Economics*, 92(2), pp. 231-251.
- RIERA-CRITCHTON, D., C. VEGH y G. VULETIN (2015). «Procyclical and countercyclical fiscal multipliers: evidence from OECD countries», *Journal of International Money and Finance*, vol. 52(C), pp. 15-31.
- RUBINI, L. (2011). *Innovation and the Elasticity of Trade Volumes to Tariff Reductions*, EFIGE Working Paper, 31.
- TEMPALSKI, J. (2006). *Revenue Effects of Major Tax Bills*, Treasury Department Office of Tax, Analysis Working Paper, 81, septiembre, tabla 2, pp. 16-20.
- ZHANG, L. (2016). *Rebalancing in China - Progress and Prospects*, IMF Working Paper, WP/16/183, septiembre.

Tras una reacción inicial adversa de los mercados financieros, la economía británica ha registrado, en los meses posteriores al referéndum sobre la permanencia en la UE, celebrado en junio, una evolución más favorable de la esperada. Si bien algunos indicadores de confianza de consumidores y empresarios se han resentido, la actividad se ha mantenido con el apoyo de las autoridades económicas, que reaccionaron rápidamente para evitar estrangulamientos en la financiación, sosteniendo el dinamismo del consumo privado y el avance de los servicios empresariales. Esta evolución sorprende aún más si se tiene en cuenta la incertidumbre que ha rodeado tanto el tipo de relación con la UE que persigue el Gobierno británico tras la salida como el propio proceso de negociación.

De acuerdo con los tratados de la UE, el procedimiento de salida de un Estado miembro está regulado en el artículo 50, incorporado en el Tratado de Lisboa. En este artículo se establecen tanto aspectos básicos —como la obligación de notificar la decisión al Consejo Europeo— como un plazo máximo para que esta tenga lugar (dos años a partir de la fecha de notificación), salvo que haya un acuerdo por unanimidad para prolongar dicho proceso. También determina que el acuerdo de salida tendrá en cuenta el marco de las futuras relaciones entre la UE y el Estado saliente, y que tendrá que ser aprobado por el Consejo, por mayoría cualificada¹, después de obtener el consentimiento del Parlamento Europeo. Se espera que el Reino Unido invoque este artículo antes de que fi-

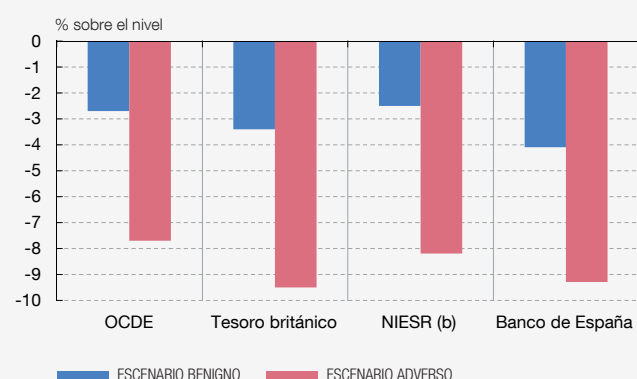
nalice el mes de marzo de 2017. A partir de entonces, el Reino Unido debe negociar con la UE tanto las condiciones de salida (con aspectos tan relevantes como el tratamiento de los trabajadores europeos y británicos en el Reino Unido y el resto de Europa, respectivamente, o el pago de los compromisos pendientes del Reino Unido con el presupuesto europeo) como el nuevo marco de relaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido.

Al comienzo de 2017, Theresa May, la primera ministra británica, dio a conocer algunos detalles de su plan de salida y del nuevo marco de relaciones que pretende acordar con la UE en el plazo de dos años, si bien declaró su intención de negociar un período de transición que suavice el cambio al nuevo régimen. También anunció su compromiso de que el acuerdo sea votado por las dos cámaras del Parlamento británico. La primera ministra dejó claro que sus prioridades son establecer controles al acceso de inmigrantes procedentes de la UE y que la justicia británica deje de estar bajo la jurisdicción del Tribunal Europeo de Luxemburgo. Reconociendo que ambos objetivos resultan incompatibles con el acceso al Mercado Único, Theresa May renuncia a dicho acceso y, en su lugar, plantea acordar un tratado de libre comercio con la UE, cuyas características serían objeto de negociación por ambas partes. El Gobierno británico persigue, además, firmar acuerdos comerciales con terceros países fuera de la UE, para lo cual no quiere estar condicionado por el arancel exterior común de la Unión Aduanera.

¹ Esta requiere el apoyo de un 72 % de los miembros del Consejo, sin el estado saliente, que representen un 65 % de la población de la UE sin dicho Estado.

En principio, la pérdida del acceso al Mercado Único Europeo conlleva: a) un incremento de los costes —aranceles y otras barreras no arancelarias— de las transacciones comerciales entre Europa

Gráfico
IMPACTO A LARGO PLAZO SOBRE EL PIB DEL REINO UNIDO (a)



Cuadro
OPCIONES PARA LA FUTURA RELACIÓN COMERCIAL ENTRE LA UE Y EL REINO UNIDO

	Posibles opciones		
	FTA como Canadá	EFTA y acuerdos sectoriales	OMC
Libre comercio (bienes no agrícolas)	X	X	—
Arancel de nación más favorecida	—	—	X
Acuerdos en algunos servicios	X	X	—
Libertad de movimiento de personas	(c)	X	—
Aportación financiera a programas UE	—	(d)	—
Acuerdos con terceros países	X	X	X

FTA: Acuerdo de libre comercio

FUENTES: OCDE, NIESR, Tesoro británico y Banco de España.

- a En los estudios que ofrecen un rango de estimaciones, el gráfico recoge el menor impacto de ese rango en el escenario benigno y el más desfavorable en el escenario adverso.
- b National Institute of Economic and Social Research (NIESR): «Weighing EU exit using gross value-added trade», en *Prospects for the UK economy*, National Institute Economic Review, agosto de 2016.
- c En el acuerdo con Canadá, se admite cierta movilidad para personas con alta cualificación.
- d En el caso de Suiza, este país contribuye a programas específicos.

y el Reino Unido; b) un menor atractivo para los flujos de inversión exterior entre ambas zonas; c) una menor facilidad para prestar servicios transfronterizos, y d) la pérdida de la posibilidad de prestar servicios financieros en la UE para las empresas que solo estén radicadas en el Reino Unido («pasaporte financiero europeo»). Adicionalmente, la economía británica perdería las ventajas derivadas de los acuerdos comerciales que la UE ha venido firmando con terceros países, al menos hasta que firme nuevos tratados con ellos. En el ámbito presupuestario, la retirada de la UE supondrá una menor aportación de recursos a las arcas de la UE, pero también una pérdida de financiación europea a un buen número de programas de investigación y desarrollo del Reino Unido y de las subvenciones europeas que actualmente recibe la agricultura inglesa. A ello habrá de unirse el pago por parte del Reino Unido de los compromisos pendientes con la UE.

Como consecuencia, cabe esperar que, aunque el Reino Unido trate de profundizar sus relaciones comerciales con otras áreas, a corto plazo el grado de apertura exterior de la economía británica se reduzca como consecuencia de su menor vínculo con la UE (menor movilidad de bienes, servicios, capitales y personas). Según pronostican numerosos estudios, ello tendría efectos duraderos sobre la innovación, la adopción de tecnologías y el crecimiento y cualificación de la oferta laboral, lo cual tendrá implicaciones sobre la productividad y, muy posiblemente, sobre la inversión y la acumulación de capital. A su vez, los socios europeos del Reino Unido, gran parte de los cuales mantienen un superávit comercial con este país, se verán afectados negativamente por su menor nivel de actividad, si bien pueden verse favorecidos, en algunos casos, por la deslocalización de actividades desde esa economía. Este podría ser el caso de la industria financiera radicada en Londres, donde las entidades que pueden verse afectadas por la pérdida del «pasaporte europeo» están diseñando planes de contingencia que contemplan diversos escenarios, en función de la actividad concreta que desarrollan en Europa y de la posibilidad o no de desarrollarla en un régimen de equivalencia regulatoria.

Estas implicaciones van a tener mayor o menor relevancia dependiendo de si la UE y el Reino Unido acuerdan un tratado de libre comercio y de cuál sea su alcance. De momento, el Gobierno británico ha descartado la pertenencia al Mercado Único y al Espacio Económico Europeo (como Noruega o Islandia) y parece rechazar la

participación en la Unión Aduanera en su formato actual. Por tanto, el rango de opciones posibles (véase cuadro adjunto) sería: 1) un tratado de libre comercio con la UE que, como desea el Gobierno británico, proporcione el máximo grado de integración económica posible (el firmado con Canadá, que suprime aranceles en los bienes no agrícolas e incorpora acuerdos en algunos servicios, puede constituir una referencia); 2) la participación en la organización de libre comercio EFTA (European Free Trade Association) y acuerdos bilaterales con países de la UE en ciertos sectores (el caso de Suiza), y 3) la adopción de las reglas de la Organización Mundial de Comercio (OMC) (establecimiento de aranceles aplicando el criterio de «nación más favorecida»², aunque la OMC excluye los servicios financieros), si no hay acuerdo con la UE.

Los efectos sobre la capacidad productiva del Reino Unido fueron analizados en varios estudios, publicados antes del referéndum, que contemplaban varios escenarios respecto a la relación económica entre Europa y el Reino Unido. Los «más benignos» preservaban la mayor parte de las relaciones comerciales existentes en la actualidad, y, en los «más adversos», el Reino Unido pasaba a regirse por las normas de la OMC. Estos estudios estimaban que el impacto a largo plazo del *brexit* sería un nivel de PIB más reducido en la economía británica, que oscilaba entre algo menos del 3 %, en un escenario benigno, y casi un 10 % en el caso del escenario del Tesoro británico (véase gráfico adjunto), debido, en su mayor parte, al efecto negativo sobre la productividad. Otros trabajos, posteriores al referéndum, han examinado las ganancias que podría obtener el Reino Unido a través de nuevos acuerdos comerciales con terceros países —Australia, países asiáticos y, especialmente, Estados Unidos—. Basándose en la experiencia histórica aportada por los acuerdos existentes en la economía mundial, estos análisis [Ebell (2016)] obtienen que, aunque el comercio de bienes aumenta por la firma de dichos acuerdos —siendo escaso el impacto sobre el comercio de servicios—, no lograría compensar la pérdida de flujos comerciales que, muy probablemente, supondría un acuerdo de libre comercio con la UE.

2 Este criterio resulta del principio de no discriminación, según el cual los miembros de la OMC no pueden dar un trato más lesivo (aranceles más elevados) a unas naciones que a otras. Solo se admite un tratamiento preferencial en los casos de áreas regionales de libre comercio y de uniones aduaneras.

En los últimos años, las empresas de las economías emergentes han emitido importantes volúmenes de bonos en los mercados internacionales, en un contexto de debilidad del dólar y apetito por el riesgo, condicionado por la fuerte expansión monetaria en las economías avanzadas. Más recientemente, sin embargo, las perspectivas de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal y la tendencia a la apreciación del dólar, apuntan hacia un tensio-namiento de las condiciones financieras globales a lo largo de 2017. Esta tendencia podría tener un impacto adverso sobre las cuentas de resultados, la situación financiera y la actividad de muchas empresas de economías emergentes con volúmenes importantes de deuda en moneda extranjera. Este recuadro estudia

el posible impacto, empleando una base de datos de empresas de economías emergentes¹.

La existencia de un volumen elevado de deuda en moneda extranjera incrementa la vulnerabilidad financiera de las empresas de econo-

- ¹ La base de datos incluye información financiera y no financiera de las principales 10.000 empresas no financieras cotizadas de la economía global; de ellas, el análisis se restringe a las 1.990 empresas cuya matriz está basada en economías emergentes (con la excepción de China, Hong-Kong y otros centros financieros). Para estudiar el impacto de las fluctuaciones cambiarias, se construyen medidas de volumen de deuda en bonos a finales de 2015, así como un desglose de este por moneda.

Cuadro 1
RATIOS FINANCIEROS POR TIPO DE EMPRESA

	Bonos en moneda extranjera		
	No	Sí	Todas
Ratio liquidez	1,5	1,4	1,5
Volumen activos	7,1	9,1	7,3
ROA	7,2	4,6	6,9
ROE	15,7	11,6	15,3
Ratio activos fijos	59,3	76,2	60,8
Deuda / capital	57,7	55,4	57,7

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 2
RATIOS FINANCIEROS POR SECTOR, PARA EMPRESAS CON BONOS EN MONEDA EXTRANJERA (a)

	Ratio liquidez	Volumen activos (b)	ROA	ROE	Ratio activos fijos	Deuda / capital	Bonos moneda extranjera / activos	Bonos moneda doméstica / activos	Total bonos / activos
Materiales	1,9	8,9	4,6	11,7	90,5	52,0	15,5	0,0	17,4
Comunicación	1,1	9,2	4,9	11,4	81,3	85,1	14,0	4,0	25,3
Bienes discrecionales	1,2	8,7	5,4	14,8	58,7	59,1	6,9	3,1	11,5
Bienes básicos	1,6	8,1	4,4	9,4	70,9	57,7	12,7	3,2	18,2
Energía	1,5	9,8	5,3	13,8	78,4	34,2	8,5	1,9	14,3
Industrial	1,3	8,9	3,2	15,7	40,0	55,4	7,9	0,7	20,7
Tecnología	1,4	9,9	5,7	20,3	49,4	35,6	2,2	4,9	10,9
Utilities	1,2	8,8	3,7	8,5	101,2	117,0	7,3	0,5	18,6
TOTAL	1,4	9,0	4,6	11,6	81,8	55,4	10,5	1,3	16,5

FUENTE: Banco de España.

a Clasificación sectorial de MSCI-GICS.

b Miles de millones de dólares estadounidenses.

mías emergentes frente a posibles endurecimientos de las condiciones financieras internacionales, que suelen venir acompañados por depreciaciones de las monedas de estos países. En ausencia de coberturas reales o financieras, las depreciaciones cambiarias tendrán un impacto adverso sobre la riqueza neta de esas empresas, además de lastrar su cuenta de resultados —y las ratios de rentabilidad—, ya que los cupones de la deuda deben pagarse en moneda extranjera. Todo ello puede dificultar su acceso a la financiación y llevar a una contracción general de la inversión de bienes de equipo, con el consiguiente efecto adverso sobre la actividad económica del país [Céspedes *et al.* (2004)]. Por otra parte, el cierre de los mercados globales puede obligar a las grandes empresas, las principales emisoras en los mercados internacionales, a reorientarse hacia los mercados locales en busca de financiación, con el consiguiente efecto expulsión de las firmas de menor tamaño. En sentido contrario, una depreciación también puede tener efectos positivos, sobre todo para las empresas exportadoras, al mejorar la competitividad de la producción doméstica. En este recuadro no se analiza este efecto de equilibrio general; no obstante, la reticencia de muchas economías emergentes a dejar depreciar sus monedas significativamente sugiere que los riesgos pueden dominar a las ventajas de una depreciación.

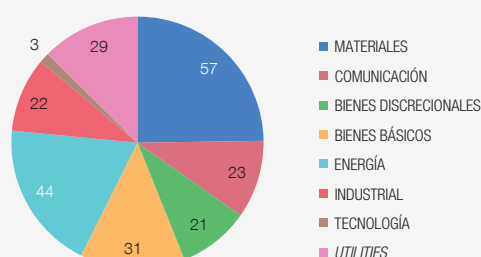
La base de datos utilizada recoge un volumen agregado de bonos en moneda extranjera superior a los 600 mm de dólares² (véase cuadro 1). Este elevado volumen de deuda se concentra, sin embargo, en un grupo pequeño de empresas —inferior al 15 % de la muestra—. En principio, las empresas de este grupo no presentan mayores vulnerabilidades financieras que aquellas que no tienen deuda en moneda extranjera, aunque sí tienen algunas características diferenciales: mayor tamaño, menor rentabilidad, mayor ratio de activos fijos y más orientación a la exportación. Entre las empresas con deuda en moneda extranjera, hay un número mayor en el sector de materiales y de energía, si bien hay empresas en todos los sectores de actividad, con la excepción del tecnológico (véase gráfico 1).

2 Un 70 % de estos bonos se han emitido a partir del año 2000.

Centrando la atención en estas últimas empresas, en el cuadro 2 se puede comprobar como el volumen de esta deuda en moneda extranjera es superior al 10 % del total de activos. Por tanto, en ausencia de coberturas financieras y reales, la depreciación del tipo de cambio conllevaría un aumento de su apalancamiento neto, que, dependiendo de su intensidad, podría superar los 5 pp (véase gráfico 2) y afectar adversamente a sus costes de financiación. Además, las simulaciones muestran que, en esas circunstancias, una depreciación del 25 % podría reducir la ratio de rentabilidad sobre activos en un 50 % y, en el caso de depreciaciones más acusadas, llevarla a terreno negativo en algunas empresas. No obstante, estos resultados deben tomarse con cautela. Por una parte, la existencia de coberturas reales o financieras compensaría en alguna medida el impacto directo sobre la rentabilidad y el apalancamiento, aunque obviamente también elevaría sus costes; además, el valor del activo aumentaría en caso de una depreciación si parte de él también estuviera denominada en moneda extranjera. Por otra parte, en el ejercicio solo se tiene en cuenta la deuda materializada en bonos, pero no en préstamos, que puede ser importante en determinados países [véase McCauley *et al.* (2015)]. En cualquier caso, la evidencia anecdótica muestra que incluso las empresas del sector de energía, que tienen coberturas naturales por el producto que venden, han experimentado reducciones significativas en sus beneficios por las depreciaciones cambiarias.

En suma, tras varios años accediendo a los mercados de financiación global, una fracción significativa de las empresas no financieras de las economías emergentes acumula un volumen importante de deuda en moneda extranjera. Pese a que estas entidades no muestran fragilidades financieras acusadas, un tensionamiento de las condiciones financieras globales y, en particular, depreciaciones importantes de las monedas de sus países de origen podrían tener un impacto significativo sobre sus ratios de rentabilidad. De igual modo, un eventual desplazamiento de estas empresas, más grandes, hacia los mercados de financiación local podría dificultar la financiación de las empresas locales de tamaño medio.

Gráfico 1
COMPOSICIÓN SECTORIAL EMPRESAS CON BONOS EN MONEDA EXTRANJERA



FUENTE: Banco de España.

Gráfico 2
IMPACTO DE DEPRECIACIONES CAMBIARIAS SOBRE RIQUEZA NETA Y RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS

